

**Betriebswirtschaftliche Probleme der
Volksaktie**

Rolf Hammerschmidt

Betriebswirtschaftliche Probleme der
Volksaktie

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians Universität
zu München



vorgelegt von
Rolf Hammerschmidt
1959

Referent: Professor Dr. Otto H i n t n e r

Korreferent: Professor Dr. Robert N i e s c h l a g

Tag der mündlichen Prüfung: 8. Juli 1959

V o r w o r t

In der vorliegenden Arbeit wird ein neuer Aktientyp behandelt, für den sich die Bezeichnung Volksaktie eingebürgert hat.

Eine erste Phase des Volksaktienplanes hat im März dieses Jahres mit der Zeichnung der Preußag-Aktien Gestalt angenommen. Die Ausgabe und Börseneinführung dieser Aktien steht unmittelbar bevor. Als nächster Schritt ist die Privatisierung des Volkswagenwerkes durch Ausgabe von Volksaktien geplant. Die Diskussion über diese beiden Aktionen sowie über die grundsätzlichen Probleme der Volksaktie ist noch in Fluß und von einem abgeklärten Zustand weit entfernt. Fast Tag für Tag werden hier und dort Kritik und neue Vorschläge unterbreitet.

Um der folgenden Untersuchung ein möglichst aktuelles Gepräge zu geben, müßten all diese Beiträge bei der Problembehandlung mitberücksichtigt werden. Jedoch entspricht dieses Verfahren nicht in jedem Falle dem Wesen einer wissenschaftlichen Arbeit. Unsere Zielsetzung ist nicht die unbedingte Aktualität, sondern eine gewissenhafte Erarbeitung, Darstellung und Beurteilung des Grundsätzlichen.

Den Schwerpunkt der Untersuchung bilden die betriebswirtschaftlichen Probleme, die durch die Volksaktie aufgeworfen werden. Eine ausschließliche Beschränkung der Arbeit auf diesen Sektor wäre indessen nicht wesensgerecht. Denn durch die besondere Zielsetzung des Volksaktienplanes und die Gestaltung der Volksaktien selbst werden viele sozialpolitische, rechtliche und nationalökonomische Fragen berührt. Läßt man sie bei der Betrachtung außer acht, so werden die Untersuchungsergebnisse unzulänglich sein.

Es hat sich als unzweckmäßig erwiesen, die Arbeit streng nach den genannten vier Problemkreisen zu gliedern, denn gerade rechtliche Fragen ergeben sich in vielfältigen und verschiedenen Zusammenhängen. Aus dieser Verknüpfung sollen sie nicht herausgelöst werden.

Vorzüglicher Dank gebührt an dieser Stelle meinem verehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. O. Hintner sowie Herrn Professor Dr. R. Nieschlag und Herrn Dr. Gerhard Mann für zahlreiche Anregungen und für die aufgeschlossene und sorgfältige Betreuung der vorliegenden Arbeit. Zugleich sei auch allen akademischen Lehrern gedankt, die mich in meinem Studium gefördert haben. Meinen Kollegen am Betriebswirtschaftlichen Institut und am Volkswirtschaftlichen Seminar der Universität München bin ich für wertvolle Hinweise zu den Problemen der Volksaktie verbunden.

München, im Mai 1959

Der Verfasser

Inhaltsverzeichnis

Seite

<u>Einleitung:</u>	Die Herkunft der Idee einer breiten Vermögensstreuung durch Aktien und die Bezeichnung Volksaktie	1
<u>1. Teil:</u>	Die Ziele des Volksaktienplanes	4
I.	Die Volksaktie als Mittel zur Herbeiführung einer breiten und gleichmäßigen Vermögensverteilung	5
1.	Breite Vermögensstreuung als sozialreformerisches Ziel und ihre Bedeutung	6
2.	Die Motive der sozialpolitischen Bestrebungen	7
3.	Wege und Mittel zur Erreichung des sozialpolitischen Ziels	9
II.	Die Volksaktie als substanzfundierte Vermögensanlage für kleine Sparbeträge	13
1.	Vergleichende Darstellung der wichtigsten Sparformen	14
a)	Das Horten	14
b)	Das Sachwertsparen	15
c)	Das Konto-, Versicherungs- und Bausparen	15
d)	Das Sparen in festverzinslichen Wertpapieren	16
e)	Das Investment-Sparen	17
f)	Das Aktiensparen	18
2.	Beurteilung der dargestellten Sparformen	19
3.	Folgerungen für das Volksaktiensparen	22
III.	Die Volksaktie als Mittel zur Förderung des wirtschaftlichen Verständnisses in breiten Kreisen	24
IV.	Volksaktie und Privatisierung von wirtschaftlichem Vermögen der öffentlichen Hand	26
<u>2. Teil:</u>	Volksaktien in Österreich und die Struktur des Aktienbesitzes in den USA	29
I.	Vorbemerkung	29
II.	Volksaktien in Österreich	29
III.	Die Verteilung des Aktienbesitzes in den Vereinigten Staaten	39

	Seite
<u>3. Teil:</u> Die Teilprivatisierung der Preußag	50
I. Die Vorbereitungen zur Teilprivatisierung der Preußag	50
II. Die Zeichnung der Preußag-Aktien und der weitere Verlauf der Emission	52
III. Preußag-Aktien und Spar-Prämiengesetz	56
IV. Beurteilung des Erfolges der Teilprivatisierung der Preußag	60
 <u>4. Teil:</u> Die Privatisierung des Volkswagenwerkes	 65
I. Vorbemerkung	65
II. Die Rechtsverhältnisse des Volkswagenwerkes	66
III. Die Umwandlung der VW-GmbH in eine Aktiengesellschaft	67
IV. Die Volkswagenwerk-Aktien	83
1. Der Nennwert der VW-Aktien	85
2. Die Übertragung von VW-Aktien	39
a) Die Form der Übertragung	89
b) Das Verbot der Übertragung von VW-Aktien auf juristische Personen und Personenmehrheiten	92
c) Ausnahmen vom Verbot der Übertragung von VW-Aktien auf juristische Personen	93
d) Erwerbsbeschränkungen für natürliche Personen	97
3. Die Emission der VW-Aktien	99
a) Das Problem der Preisdifferenzierung bei VW-Aktien	99
b) Das Emissionsverfahren bei VW-Aktien	104
V. Gegenvorschlag zur Privatisierung des VW-Werkes: "Stiftung Deutsches Volkswagenwerk"	105
 <u>5. Teil:</u> Allgemeine betriebswirtschaftliche Probleme der Volksaktie	 108
I. Die Wahl des Emissionskurses	108
II. Die Werbung für Volksaktien	113

	Seite
III. Der laufende Handel und die Kurspflege von Volksaktien	117
IV. Dividendenpolitik bei Volksaktien	120
V. Verwahrung und Verwaltung von Volksaktien	121
VI. Wahrnehmung der Stimmrechte aus Volksaktien	123
VII. Probleme bei der Kapitalerhöhung von Volks-Aktiengesellschaften	127
 <u>6. Teil:</u> Gesamtwirtschaftliche Probleme der Volksaktie	 129
I. Einfluß der Einführung von Volksaktien auf das Sparen und die Investition	129
II. Wirkung der Einführung von Volksaktien auf die Einkommensverteilung	131
III. Beurteilung der Volksaktie in verschiedenen Phasen der konjunkturellen Entwicklung	133
IV. Verwendung der Erlöse aus Privatisierungen	134
 <u>Schluß:</u> Ergebnis der vorliegenden Untersuchung	 135

Literaturverzeichnis

Einleitung: Die Herkunft der Idee einer breiten Vermögensstreuung durch Aktien und die Bezeichnung Volksaktie

Aus Kreisen der Wissenschaft, der Politik und der Wirtschaft sind schon seit geraumer Zeit, und nicht nur in Deutschland, Stimmen zu hören, die sich für eine breite Vermögensstreuung einsetzen, um so der Konzentration wirtschaftlicher Macht zu begegnen. Möglichst weite Kreise der Bevölkerung sollen am Produktivkapital der Volkswirtschaft beteiligt werden. Die Pläne zur Verwirklichung dieser Idee waren von Anfang an sehr verschieden und sind es heute noch. Aber viele dieser Pläne sind unter anderem darauf gerichtet, auch das durch Aktien repräsentierte Erwerbsvermögen breit zu streuen. Die Aktie soll ihren Charakter, der in der Zeit des liberalen Kapitalismus geprägt wurde, wandeln und soll zur Volksaktie werden.

Der erste Schritt auf dem Weg zur Volksaktie wurde in Österreich unternommen. Dort wurden im Januar 1957 Teile des Grundkapitals der beiden verstaatlichten Großbanken privatisiert. Man schuf hierbei Aktien von geringem Nominalwert und wählte einen Ausgabekurs, der nur wenig über parilag. Dadurch wurde der Preis für die einzelne Aktie relativ niedrig und war auch für den Kleinsparer erschwinglich. Es handelt sich um Vorzugsaktien, die dem Aktionär kein Stimmrecht gewähren. Auch in manchen Ausstattungsmerkmalen unterscheiden sie sich vom herkömmlichen Aktientyp. Ferner bediente man sich bei der Emission unkonventioneller Methoden und ging bei der Zuteilung der gezeichneten Beträge so vor, daß eine breite Streuung dieser Aktien erreicht wurde.¹⁾

Diese Vorzugsaktien waren in Österreich ausdrücklich nur als Vorläufer der Volksaktie gedacht, deren endgültiger Gestaltung damit nicht vorgegriffen werden sollte.²⁾ Indessen hat sich bereits für diese Papiere von Anfang an die Bezeichnung Volksaktie durchgesetzt.

1) Vergl.hierzu Seite 29 ff.

2) Vergl.hierzu Walter Kastner, Eine neue Aktiengattung, in Österreichisches Bankarchiv, Wien 1957, Seite 97

Für ähnlich ausgerichtete Bestrebungen in der Bundesrepublik war die soeben skizzierte Aktion des Nachbarlandes ein kräftiger Impuls. Die Rentenreform stand damals, im Frühjahr 1957, unmittelbar vor ihrem Abschluß und man sah in der Volksaktie ein geeignetes Instrument für die Verwirklichung eines weiteren sozialreformerischen Schrittes, der, wie bereits erwähnt wurde, eine breite Vermögensstreuung zum Ziel hat.

Während nun der Gedanke einer Dekonzentration des Aktienbesitzes weithin gutgeheißen wurde, war das Wort Volksaktie, als Bezeichnung für das Instrument zur Durchführung dieser Idee, allenthalben lebhafter Kritik ausgesetzt.¹⁾ Wortverbindungen mit der Silbe "Volk" sind nicht nur abgenutzt, sondern durch häufigen Mißbrauch entwertet. Die Vokabel Volksaktie könnte daher zu Assoziationen in qualitativer Richtung Anlaß geben und den Eindruck erwecken, es handle sich um etwas Geringwertiges.²⁾ Gerade was die qualitative Ausstattung der Aktien betrifft, will man aber alle Besonderheiten vermieden wissen. So schreibt zum Beispiel die Frankfurter Allgemeine Zeitung: "Schon die Wahl des Wortes "Volksaktie" war wenig glücklich. Das Ziel der Regierungsaktivität ist es, die Aktie populär, sie breiteren Schichten zugänglich zu machen. Wer "Volksaktie" hört, meint dagegen, man plane etwas ganz Neues, eine Art "Sonderaktie", die nichts oder nur wenig mit der herkömmlichen Aktie gemein habe. Dabei wäre nichts gefährlicher, als eine Aktie neuen Rechts neben der Aktie alten Rechts zu schaffen; denn das wäre der sicherste Weg, die "Normalaktie" endgültig zu deklassieren und den Kapitalmarkt in verhängnisvoller Weise zu spalten."³⁾

Aber selbst wenn sich die "neuen" Aktien in ihrer Ausstattung und in den Bezugsbedingungen nicht von anderen Aktien unterscheiden, so könnte doch ihre besondere so-

1) Vergl.hierzu insbesondere Kurt Hirche, die Volksaktie, Köln 1958, Seite 10 f und Seite 26 ff.

2) Hirche erinnert hier zum Beispiel an den "Volksempfänger", vergl. a.a.O. Seite 10

3) Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 33 vom 8.Februar 1958

zialpolitische Zwecksetzung und ihre Herkunft aus der Privatisierung wirtschaftlichen Vermögens der öffentlichen Hand ein gewisser Grund für eine eigene Benennung sein.

Auch muß daran erinnert werden, daß nach den inzwischen allerdings von der Entwicklung überholten Plänen der Initiatoren der Volksaktienidee in Westdeutschland, das Volkswagenwerk als erstes Objekt der Privatisierung durch Begebung von Volksaktien ausersehen war. Volksaktie wäre dann zugleich ein mundgerechterer Ausdruck für Volkswagenwerk-Aktie gewesen und hätte beim Publikum möglicherweise zu Ideenverbindungen qualitativer Art, hier jedoch durchaus im positiven Sinne, Anlaß gegeben. Zweifellos hat diese Überlegung auch eine gewisse Rolle gespielt. Man hoffte, die Popularität des Fahrzeugs würde sich alsbald auf die Aktien des Unternehmens übertragen, das den Wagen herstellt.¹⁾ Von vielen Seiten wurde statt Volksaktie die Bezeichnung Kleinaktie gewünscht. Dadurch soll nur das Merkmal des geringen Nominalwertes im Namen zum Ausdruck gebracht werden. In diesem Sinne äußerte sich auch Bundes-schatzminister Lindrath vor der Industrie und Handelskammer zu Köln.²⁾ Was versteht man unter einer Kleinaktie genauer? Unterscheidet sie sich in ihren Merkmalen wesentlich von den "neuen" Aktien?

"Die Kleinaktie kann ... definiert werden als der bruchteilsmäßige Anteil am Kapital einer Aktiengesellschaft, dessen Wert es der Gesellschaft erlaubt, Kapital aus breitesten Bevölkerungsschichten aufzusaugen, und andererseits diesen Schichten eine ihrer Sparkraft entsprechende Beteiligung an wirtschaftlichen Unternehmungen ermöglicht."³⁾ Damit ist zwar nicht zugleich das Wesen der Volksaktie in seinem gesamten Inhalt gekennzeichnet, aber die Übereinstimmung geht so weit, daß man auch für den "neuen Aktientyp" die

-
- 1) Vergl. hierzu Hans Janberg, Eine Lanze für die Volksaktie, in Bankkaufman Nr. 4 vom 20.4.1958 Seite 157 ff
 - 2) Vergl. Handelsblatt Nr. 43 vom 14. April 1958
 - 3) Theodor Fabri, Die Kleinaktie, Berlin 1959, Seite 13

Bezeichnung Kleinaktie hätte wählen sollen. Damit wäre von Anfang an die Gefahr vermieden worden, daß einmal "Klassenunterschiede" zwischen Kleinaktionären und Volksaktionären entstehen oder konstruiert werden.

Wie man sich zu den vorgebrachten Argumenten im einzelnen auch stellen mag, die Entwicklung ist der theoretischen Erörterung vorangeeilt. Die Bezeichnung Volksaktie hat sich durchgesetzt. Es ist deshalb fruchtbarer, sich nun der Frage zuzuwenden, welche Wesenszüge sich hinter dem Begriff Volksaktie verbergen, anstatt über Schönheit und Zweckmäßigkeit des Wortes zu argumentieren.

1. Teil: Die Ziele des Volksaktienplanes

Die Aktie, wie man sie aus Theorie und Praxis kennt, ist ein Instrument der Finanzierung.¹⁾ Sie erschließt dem emittierenden Unternehmen einen großen Kreis potentieller Kapitalgeber. Dadurch ist sie überall dort vorzüglich geeignet, wo ein großer und langfristiger Kapitalbedarf zu decken ist.

Auch für die Volksaktie gibt es diese Zwecksetzung. Sie soll gewissermaßen neben die herkömmliche Aktie treten und ein noch größeres Publikum zur Hergabe von Beteiligungskapital bereit machen. Wenn man aber die Diskussion über die Volksaktie verfolgt, so gewinnt man den Eindruck, daß die Erschließung zusätzlicher Kapitalquellen nicht ihr Hauptzweck ist.²⁾ Vielmehr stehen, wie bereits angedeutet wurde, sozialpolitische Überlegungen im Vordergrund. Die wichtigsten Ziele und Zwecke des Volksaktienplanes müssen nun zunächst dargelegt werden.

-
- 1) Vergl. hierzu Obst-Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34. Auflage 1955, Seite 584 (Verlagsort Stuttgart)
 - 2) Die Bedeutung der Volksaktie für die Kapitalbildung und andere volkswirtschaftliche Aspekte des Problems werden erst in einem späteren Abschnitt behandelt. Vergl. hierzu Seite 126 ff.

I. Die Volksaktie als Mittel zur Herbeiführung einer breiten und gleichmäßigen Vermögensverteilung.

Im Sprachgebrauch und auch in wissenschaftlichen Abhandlungen werden die Begriffe Vermögen und Eigentum vielfach synonym gebraucht. So wird die Volksaktie zum Beispiel sehr häufig auch als Instrument der Eigentumsbildung in breiten Schichten bezeichnet, ohne daß etwas anderes gemeint ist als eine breite Vermögensstreuung. Andererseits ist aber auch zu beobachten, daß mit dem Begriff Eigentum ein engerer Inhalt bezeichnet wird als mit dem Begriff Vermögen. Das Vermögen läßt sich definieren als die Summe aller bewertbaren, das heißt geldwerten Güter, die in der Verfügungsmacht einer Person stehen. Ohne derartige Güter hier kasuistisch aufzuzählen, sei daran erinnert, daß zum Vermögen also insbesondere auch Forderungen und sonstige Rechte gehören, deren Wert in Geld ausgedrückt werden kann.

Zum Eigentum hingegen werden vielfach nur diejenigen Vermögensteile gezählt, die einen Substanzwert darstellen und nicht nur einen schuldrechtlichen Anspruch auf Zahlung einer bestimmten Geldsumme. Die Substanzbezogenheit der Vermögensteile kann dabei sehr verschiedenartig sein und braucht sich nicht mit dem Eigentum im streng juristischen Sinne zu decken. Um diesen Unterschied zum Ausdruck zu bringen, kann man die Inhaber solcher Vermögenswerte als die wirtschaftlichen Eigentümer bezeichnen. - Welche rechtliche Stellung der Sparer bei den einzelnen Anlageformen tatsächlich erlangt, wird im nächsten Kapitel noch näher zu untersuchen sein.

Gegenstand der sozialpolitischen Diskussion, ob sie nun unter dem Schlagwort Eigentumsstreuung oder Vermögensstreuung geführt wird, ist in erster Linie oder sogar ausschließlich das Erwerbsvermögen, also diejenigen Güter, die über die persönliche Habe hinausgehen und insbesondere dadurch gekennzeichnet sind, daß sie der Produktion dienen und einen Ertrag zu erzielen geeignet sind; beides im weitesten Sinne verstanden.

1. Breite Vermögensstreuung als sozialreformerisches Ziel und ihre Bedeutung

Um den sozialpolitischen Zweck der Volksaktie und die Bedeutung einer breiten Vermögensstreuung erfassen zu können, soll von der allgemeinen Zielsetzung der Sozialreform ausgegangen werden.

Die Sozialreform will soziale Ungerechtigkeiten beseitigen und soziale Härten mildern. Das ist nicht gleichbedeutend mit der Beseitigung aller sozialen Unterschiede schlechthin. Die Beseitigung aller sozialen Unterschiede zu fordern, wäre unrealistisch und die Durchführung eines solchen Programms wäre ihrerseits nicht ohne Ungerechtigkeit und Härten möglich. Auch könnte der Zustand sozialer Gleichheit nicht von langer Dauer sein, da die verschiedenen ausgeprägte Befähigung der Individuen sehr bald wieder zu einer differenzierten Sozialstruktur führen würde, wenn auch nur ein Minimum freier Entfaltungsmöglichkeit gewährt wird.

Wenn nicht die Unterschiede als solche, was ist dann mit sozialen Härten und Ungerechtigkeiten gemeint? Der krasseste Fall liegt zweifellos vor, wenn Teile der Bevölkerung sozial so schlecht gestellt sind, daß sie in ihrer Existenz und ihrer Gesundheit bedroht sind. Ein kaum geringerer Übelstand ist die Verletzung der menschlichen Würde, bedingt durch soziale Differenzierung, ganz gleich, ob die Entwürdigung individuell und subjektiv empfunden wird. Eine soziale Ungerechtigkeit ist es ferner, wenn sozial Schwache von denjenigen, die auf der Stufenleiter der gesellschaftlichen Hierarchie einen höheren Platz einnehmen, ausgebeutet werden, ohne daß sie die praktische Möglichkeit haben, sich der Ausbeutung zu entziehen, weil sie sich doch nur einem anderen Ausbeutungsverhältnis unterwerfen müßten oder gar ihre Existenz aufs Spiel setzten. Diese besonders eklatanten Fälle sozialen Unrechts spielen freilich in der sozialpolitischen Diskussion, soweit sie ohne Polemik betrieben wird und nicht Einzelercheinungen verallgemeinert, keine große Rolle mehr. Entscheidendes sozialreformerisches Ziel ist heute vielmehr die soziale Sicherheit. Unter so-

zialer Sicherheit ist ein Zustand zu verstehen, der jedem einzelnen auch dann eine angemessene Existenz ermöglicht, wenn er die Arbeitsmöglichkeit oder -fähigkeit verliert.

Welcher Zusammenhang besteht nun zwischen diesen sozial-reformerischen Überlegungen und der Vermögensverteilung? Anders ausgedrückt: inwiefern bedeutet ungleiche Vermögensverteilung soziale Härte, inwiefern könnte eine gleichmäßigere Verteilung zur sozialen Sicherheit breiterer Schichten beitragen?

Hat sich in einer bestimmten Gesellschaft, also etwa innerhalb eines Volkes, eine stark differenzierte Vermögensverteilung herausgebildet, so resultieren daraus mannigfache Spannungen. Die einfachsten und sinnfälligsten Symptome, die zu beobachten sind, sind Neid, Mißgunst und Unzufriedenheit auf der einen, Überheblichkeit auf der anderen Seite. Das sind zwar zunächst und ursprünglich individuell-menschliche Spannungen, sie pflegen jedoch alsbald kollektive Formen anzunehmen, die sich von Klasse zu Klasse richten und somit sozialen Charakter erhalten. Je gleichmäßiger die Vermögensverteilung sein wird, desto geringer werden auch die Klassenunterschiede sein, die im ökonomischen Bereich insofern sehr stark wirksam sind, als jede gesellschaftliche Klasse zugleich auch eine ganz bestimmte Ausgangsposition für das wirtschaftliche und berufliche Leben darstellt. Von noch größerer ökonomischer Relevanz ist jedoch die Tatsache, daß der Vermögende sich gegenüber dem Vermögenslosen in einer gewissen Machtposition befindet, insofern nämlich, als der Vermögenslose viel stärker auf ein laufendes Einkommen angewiesen ist, während der andere mehr oder weniger lange von der Substanz zehren kann. Vermögen ist im sozialen Sinne also Macht, seine ungleiche Verteilung ist gleichbedeutend mit einem Machtgefälle.

2. Die Motive der sozialpolitischen Bestrebungen

Die Pläne, die auf eine Nivellierung dieses Machtgefälles gerichtet sind, werden durchaus unterschiedlich motiviert. In

einer Untersuchung über die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern weist Ulbrich vier Arten von Beweggründen für diese Bestrebungen nach, die grundsätzlich auch für die auf eine breite Vermögensstreuung gerichteten Pläne Gültigkeit haben. Er unterscheidet sozialetische Motivierung, christlich-karitative Motivierung, soziale Motive auf sozialpolitischer Grundlage und ökonomische Motivierung.¹⁾

Bei der sozialetischen Motivierung liegen allgemein humanitäre Überlegungen zu Grunde. Es ist mit der Menschenwürde nicht vereinbar, daß ein nach dem Gesetz freier Mensch keinerlei Eigentum besitzt und dadurch de facto in Abhängigkeit und Unfreiheit gerät. - Auf evangelischer Seite geht man von den Lehren der Reformatoren aus, die im Eigentum ein Lehen Gottes, im Eigentümer einen "Verwalter" dieses Lehens sehen, der mit Hilfe seines Eigentums und seiner Arbeit der Gemeinschaft zu dienen hat.²⁾ Die katholische Soziallehre kommt, wenn auch von einem anderen Ansatzpunkt, nämlich der naturrechtlichen Eigentumsbegründung, zu ganz ähnlichen Schlüssen. So schreibt von Nell-Breuning in einem Überblick über die Eigentumslehre der Enzyklika "Quadragesimo anno": "Eigentumsrecht und Eigentumsgebrauch sind zu unterscheiden;... Aus der Doppelseitigkeit des Eigentums folgt insbesondere die Bindung an das Gemeinwohl;..."³⁾

Die sozialpolitische Motivierung knüpft, mehr pragmatisch als karitativ orientiert, an die Unzuträglichkeiten der Klassegegensätze an. "Diese Motivierung basiert insbesondere auch auf der Absicht, den Arbeitnehmer geistig an die herrschende Wirtschaftsweise anzunähern."⁴⁾ Ausschließlich vom Zweckdenken beherrscht ist die ökonomische Motivierung. Hierbei erwartet man von einer breiten Vermögens-

1) Vergl. hierzu Horst Ulbrich, Das Miteigentum der Arbeitnehmer, Baden-Baden und Frankfurt am Main 1957, Seite 48 ff

2) Vergl. hierzu Gottfried Locher, Der Eigentumsbegriff als Problem evangelischer Theologie, Zürich 1954, Seite 17 ff, insbesondere Seite 43 ff

3) Oswald von Nell-Breuning S.J., Wirtschaft und Gesellschaft I. Grundfragen, Freiburg 1956, Seite 377

4) Ulbrich, a.a.O. Seite 49, vergl. hierzu auch Seite 24

streuung volkswirtschaftliche Produktivitäts- und einzelwirtschaftliche Ertragssteigerungen, weil sie sich förderlich auf den Arbeitsfrieden, das Arbeitsklima und die Arbeitsleistung auswirken würde.

3. Wege und Mittel zur Erreichung des sozialpolitischen Ziels

Die Folgerungen, die praktischen sozialpolitischen Vorschläge und Maßnahmen, die dem eben skizzierten sozialreformerischen Gedanken entspringen, sind nicht minder verschiedenartig als ihre Motive. Manchmal wird die Verwirklichung in den Verantwortungsbereich des einzelnen verwiesen, häufiger sind jedoch die Stimmen, die die Einschaltung der Verfassungsorgane fordern. Sehr deutlich kommt dies zum Beispiel in der bereits angeführten "Quadragesimo anno" zum Ausdruck, in der es heißt: "... darum¹⁾ die Zuständigkeit des Staates, nicht nur genauere Vorschriften bezüglich des Eigentumsgebrauchs zu erlassen, sondern der Institution des Sondereigentums selbst ihre jeweils den Bedürfnissen entsprechende Gestalt zu geben;..."²⁾

Nachdem somit bezüglich des Weges schon zwei grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten - Selbstverantwortung oder gesetzgeberische Initiative - gezeigt wurden, sind nun im Hinblick auf die Mittel weitere Unterscheidungen zu treffen. Hierbei ergibt sich als erster wesentlicher Unterschied die Frage, ob vorhandenes Vermögen umverteilt oder ob lediglich neu sich bildendes Vermögen entsprechend der Zielsetzung in bestimmte Kanäle geleitet werden soll. Anders ausgedrückt heißt die Alternative: soll die neue Vermögensverteilung durch einen autoritativen Akt herbeigeführt werden oder soll sie aus einem allmählichen Prozeß erwachsen? Als weitere wichtige Frage muß vor der Konkretisierung geklärt werden, ob derjenige, dem man Vermögen

1) Es wird hier auf die Bindung des Eigentums an das Gemeinwohl Bezug genommen. (Anmerkung des Verf.)

2) zitiert nach Oswald von Nell-Breuning S.J., a.a.O. Seite 377 f. Mit Sondereigentum wird hier der Umstand bezeichnet, daß ein Gut dem Gemeingebrauch entzogen ist. Vergl. hierzu a.a.O. Seite 375

zuführen will, dafür eine Gegenleistung zu erbringen hat oder nicht. Die Gegenleistung, ganz gleich wie sie beschaffen sein mag, kann nur durch Sparen aufgebracht werden. Soll die Vermögensbildung in bisher vermögenslosen Kreisen lediglich ermöglicht und gefördert, nicht aber durch eine gesetzliche Umverteilung bewirkt werden, so ist damit keine Enteignung der Vermögenden verbunden, denen aus Mitteln der Allgemeinheit eine Entschädigung gewährt werden müßte.¹⁾

Es sei hier noch die Bemerkung eingeschaltet, daß sich die sozialen Folgen einer ungleichen Vermögensverteilung in gewissem Umfang auch ohne eine Änderung dieser Verteilung mildern lassen. Es wurde ja gezeigt, daß die Spannungen hauptsächlich aus dem Machtgefälle resultieren, aus der vergleichsweise schwachen und ungesicherten Position des Vermögenslosen. Von dieser Überlegung ausgehend, kann nun die Rechtsordnung so umgestaltet werden, daß lediglich die Vermögensrechte in ihrem Inhalt beschnitten werden. Dem Inhaber wird Macht und Einfluß teilweise entzogen, dem anderen Sozialpartner werden entsprechende Mitwirkungsrechte zuerkannt. An der Vermögensverteilung ändert sich dadurch nichts. Diese Möglichkeit hat zum Beispiel im Betriebsverfassungsgesetz reale Gestalt angenommen.

Einen tieferen Eingriff in die Sozialstruktur bedeuten schon die Pläne, die eine Gewinnbeteiligung der Arbeitnehmer bezwecken. Hier liegt immerhin bereits eine veränderte Verteilung des Vermögensertrages, wenn auch noch nicht der Vermögenssubstanz vor.

Auch die heute aktuellen Pläne, die eine breitere Streuung der Vermögenssubstanz bewirken sollen, sind dadurch gekennzeichnet, daß sie auf der einen Seite keine Enteignungen wollen, auf der anderen Seite Sparleistungen erwarten. Es handelt sich um die verschiedenen sogenannten Mit-eigentumspläne. Hierbei wird betriebliches oder betriebs-

1) Vergl. Art. 14 Abs. 3 Grundgesetz

gebundens und überbetriebliches Miteigentum unterschieden. Von der nicht sehr glücklichen Begriffsbildung abgesehen¹⁾, läßt sich gegen das betriebsgebundene Miteigentum einwenden, daß nur wenige Unternehmungen auf Grund ihrer Rechtsform und der wirtschaftlichen Gegebenheiten für solche Projekte geeignet sind, und daß es ferner nicht vertretbar wäre, das Vermögens- und das Arbeitsplatzrisiko eines Arbeitnehmers an einen einzigen Betrieb zu binden. Eine sehr gründliche und in den Folgerungen kritische, weitgehend ablehnende Behandlung dieser Fragen findet sich bei Ulbrich, worauf hier verwiesen sei.²⁾

Überbetriebliches Miteigentum ist die Beteiligung von Arbeitnehmern am Erwerbsvermögen schlechthin. Die darauf gerichteten Pläne bezwecken vor allem eine allgemeine Sparförderung, wobei zu den selbst ersparten Beträgen allerdings oftmals noch staatliche Subventionen und Zuschüsse von Unternehmerseite, sogenannte Gewinnbeteiligungsbeträge, kommen sollen, so insbesondere bei dem Investivlohn-Plan Häusslers.³⁾ All diesen Miteigentumsplänen haftet jedoch der Mangel an, daß sie entweder nicht für alle Arbeitnehmer in Frage kommen, was besonders für die betriebsgebundenen Lösungen gilt, also keine das Gerechtigkeitsempfinden befriedigende Möglichkeit darstellen, oder daß sie, wie der Häusslerplan, nicht ohne Zwangsmaßnahmen auskommen. Der Zwangscharakter mancher Miteigentumspläne wird sehr deutlich bei Drechsler ausgesprochen, der, unabhängig von Häussler, ebenfalls einen Investivlohn-Plan vorgelegt hat. Er schreibt: "Die Konsequenz würde sein, eine Eigentumspflicht als gleichwertig neben der Schulpflicht und der Versicherungspflicht anzuerkennen. Gegen eine solche Gleichstellung spricht nichts, als daß sie ungewohnt ist."⁴⁾ In diesem recht einfachen Analogieschluß ist kaum

1) Der angestrebte Sachverhalt deckt sich keineswegs mit dem Gesetzestatbestand "Miteigentum".

2) Vergl. hierzu Ulbrich, a.a.O. Seite 101 ff.

3) Vergl. hierzu Erwin Häussler, Der Arbeitnehmer von morgen, Stuttgart, 3.Auflage 1956, Seite 5 ff. und derselbe, Konturen einer neuen Schicht, Stuttgart 1958, Seite 12 ff.

4) Wolfgang Drechsler, Volkskapitalismus, Baden-Baden und Frankfurt am Main, 1957, Seite 43

ein vernünftiges Argument zu erblicken. Die Konstituierung einer Pflicht, die Beschränkung einer Freiheit, läßt sich nicht einfach damit begründen, daß es schon mehr Fälle dieser Art gibt. Sachlicher und ausführlicher setzt sich Häussler mit dem Einwand auseinander. Er verwahrt sich dagegen, die "Investivlohnregelung etwa mit einem - vom Staat durch Verordnung oder Gesetz erzwungenen - "eisernen Sparen" auch nur in einem Atemzug zu nennen".¹⁾ Die Investivlohnrate werde auf tariflicher Ebene ausgehandelt, und dort herrsche volle Vertragsfreiheit. "Die verhandelnden Delegierten beider Tarifparteien sind ja in demokratischer Wahl von ihren Mitgliedern gewählt und vollziehen damit den Auftrag ihrer Wähler,..."¹⁾ Dieser Standpunkt scheint uns jedoch zu formalistisch zu sein. Und selbst wenn man Häussler insoweit recht geben möchte, kommt man nicht an der Tatsache vorbei, daß Tarifverträge verbindliche Wirkung auch für diejenigen erlangen, die den vertragschließenden Verbänden gar nicht als Mitglieder angehören. Käme ein solcher Vertrag nun zustande, so würde die Investivlohnrate auch von solchen Arbeitnehmern einbehalten, die keiner Gewerkschaft angehören. Zumindest für diesen Personenkreis also läßt sich der Zwangscharakter des Investivlohn-Sparens nicht leugnen.

Zweifellos läßt sich nun auch die Volksaktienidee zu den sogenannten überbetrieblichen Miteigentumsplänen zählen. Sie hat dabei den entscheidenden Vorteil, grundsätzlich jedem die gleichen Chancen zu bieten - von gewissen Einschränkungen sei hier zunächst noch abgesehen - und ohne jeden Zwang durch die Obrigkeit oder Kollektivverträge auszukommen. Die Volksaktie stellt lediglich eine besondere Anlageform für Ersparnisse dar und auf Grund ihrer Gestaltung und Rechtsnatur einen Anreiz zum Sparen. Zu einer breiten Vermögensstreuung und einer dadurch verbesserten Sozialstruktur kann sie in dem Umfang beitragen, in dem sie beim Publikum dauernde Aufnahme findet.

1) Erwin Häussler, Konturen einer neuen Schicht, Seite 28

Selbstverständlich können Volksaktien auch von den Mitarbeitern des emittierenden Unternehmens erworben werden, wobei sogar gewisse Vergünstigungen beim Bezug eingeräumt werden können. Bei der Teilprivatisierung der Preußag wurde das bereits praktiziert und auch der Privatisierungsentwurf für das Volkswagenwerk enthält derartige Bestimmungen, worauf in späteren Abschnitten noch näher eingegangen wird. Jedoch handelt es sich hierbei eben nur um eine Möglichkeit. Tatsächlich wird nur ein geringer Anteil der Aktien auf die Belegschaft entfallen. Grundsätzlich bleibt der nicht betriebsgebundene Charakter jedenfalls gewahrt. Die Voraussetzungen für eine weitgehende Gleichbehandlung aller Sparwilligen und für eine breite Streuung der Aktien werden nicht angetastet.

II. Die Volksaktie als substanzfundierte Vermögensanlage für kleine Sparbeträge

Ein zweites Ziel des Volksaktienplanes kommt in dem Argument zum Ausdruck, die Aktie sei eine besonders wertbeständige Form der Vermögensanlage und müsse darum auch dem Kleinsparer erschlossen werden. Das Urteil darüber, ob die Volksaktie diesem Ziel gerecht werden kann, wird seinem Wesen nach kein absolutes sein können. Es ist vielmehr ein relatives Werturteil, daß sich aus dem Vergleich mit anderen Sparformen ergibt. Im Hinblick auf unser Problem interessiert uns besonders die Frage, welche Faktoren den Wert einer bestimmten Sparanlage jeweils bestimmen. Die Rechtsbeziehungen, die der Sparer durch die Anlage seiner ersparten Beträge eingeht, sind in die Betrachtung einzubeziehen, da sie zu den wertbestimmenden Momenten gehören.

Das Sparen läßt sich am einfachsten negativ definieren: als Nichtverbrauchen. Wenn ein Einkommensempfänger nicht sein gesamtes Einkommen für den Verbrauch ausgibt, so spart

er. Ob das Sparen der einzelnen Wirtschaftssubjekte gesamtwirtschaftlich gesehen eine Vermögensbildung oder nur die Stilllegung von Kaufkraft bedeutet, ist eine Frage, die nicht generell, sondern nur jeweils für eine bestimmte, konkrete Situation beantwortet werden kann. Außer Frage steht jedoch, daß der einzelne Sparer durch seinen Konsumverzicht persönliches Vermögen bildet.¹⁾ Uns interessiert hier aber nicht der abstrakte Sparvorgang als eine Möglichkeit der Einkommensverwendung, sondern die Anlage der nichtverbrauchten Einkommensteile in konkreten Vermögenswerten. Als Grundlage für die weitere Untersuchung müssen daher die wichtigsten Formen der Vermögensbildung vergleichend dargestellt werden.

1. Vergleichende Darstellung der wichtigsten Sparformen

a) Das Horten

Man kann darüber streiten, ob das Horten überhaupt als Sparform angesprochen werden kann. Sparen im eigentlichen Sinne liege erst vor, so wird häufig gesagt, wenn die nicht für Konsumzwecke ausgegebenen Beträge angelegt, und nicht nur thesauriert werden. Deshalb seien das Horten, und auch das Sachwertsparen, keine Sparformen. Jedoch ist unbestreitbar, daß auch durch das sogenannte Strumpf- und Sachwertsparen Vermögen gebildet werden kann, und wir wollen es deshalb in diesem Zusammenhang als Sparform gelten lassen.

Das Bargeld trägt hier und heute keinen Stoffwert, der seinem nominalen Wert entspricht. Unsere Noten und Münzen sind kreditär oder autonom geschaffen und stellen in Höhe ihres Nominalwertes definitives Geld dar, solange und soweit sie als gesetzliche Zahlungsmittel in Umlauf sind. Der Wert von gehorteten Bargeldbeständen ist also nominal bestimmt. Welche Verfügungsmacht oder welchen

1) Vergl. hierzu die Definition des Vermögensbegriffes auf Seite 5

tatsächlichen wirtschaftlichen Wert ein Barvermögen zu einem bestimmten Zeitpunkt verkörpert, das hängt von der jeweiligen Kaufkraft des Geldes, von den Güterpreisen ab.

b) Das Sachwertsparen

Das Sachwertsparen ist die sinnfälligste Form der Vermögensbildung. Der Sparer erwirbt hierbei Eigentum und Besitz auch im juristischen Sinne. Er kann sich reine Theaurierungsgüter, zum Beispiel Goldbarren, anschaffen. Der Wert seiner Ersparnisse bemißt sich dann nach dem jeweiligen Marktpreis des Goldes, unterliegt also keiner nominalen Bindung. Sachwertsparen kann aber auch dergestalt erfolgen, daß langfristig nutzbare Gebrauchsgegenstände erworben werden. In Betracht kommen hier zum Beispiel Schmuck, Grundstücke und Einrichtungsgegenstände. Da Schmuck nur einen ideellen Gebrauchswert hat, wird der wirtschaftliche Wert von solchermaßen angelegten Ersparnissen ebenfalls durch die Marktpreise bestimmt. Ihr wirtschaftlicher Wert läßt sich nur durch Veräußerung realisieren. Anders liegen die Dinge bei solchen Vermögensgütern, die einen realen Nutzungswert besitzen. Wurden die Ersparnisse zum Beispiel in Form einer Eigentumswohnung angelegt, so ist ihr Wert auch ohne Veräußerung realisierbar, nämlich durch eigene Nutzung oder durch Vermietung. Nur im Fall des Verkaufs hängt er von dem erzielbaren Preis ab. Anderenfalls ergibt er sich als Barwert der Eigenmiete oder des Mietzinses.

c) Das Konto-, Versicherungs- und Bausparen

Es werden hier drei Sparformen zusammengefaßt, die zwar grobe Unterschiede aufweisen, jedoch in den für unsere Untersuchung wesentlichen Punkten übereinstimmen. Wer bei einem Kreditinstitut Geld auf ein Sparkonto einzahlt oder wer einen Versicherungs- oder Bausparvertrag abschließt und seine Raten entrichtet, erlangt hierdurch eine Forderung gegen das jeweilige Institut. Der Wert von in dieser Form angelegten Ersparnissen bemißt sich

nach der Summe der geleisteten Zahlungen und nach den Vertragsbedingungen. Bei einem Sparkonto entspricht er zum Beispiel dem ausgewiesenen Guthaben zuzüglich der noch nicht verbuchten Zinsen. Ähnlich verhält es sich beim Bausparen. Da der Bausparer neben seiner Geldforderung noch einen Anspruch auf Gewährung eines Darlehens hat, können Bausparverträge, besonders, wenn sie kurz vor der Zuteilung stehen, auch zu einem Preis veräußert werden, der über dem Wert des Guthabens liegt. Das ist jedoch nur eine Wirkung der Vertragsbedingungen. Beim Versicherungssparen entsteht durch den Versicherungsfall eine Forderung in Höhe der Vertragssumme. Wir können daher den Wert dieser drei Sparformen als kontraktbedingt, und vereinfachend, als nominal gebunden bezeichnen.

d) Das Sparen in festverzinslichen Wertpapieren

Wer für seine Ersparnisse festverzinsliche Wertpapiere, also Schuldverschreibungen kauft, erwirbt ebenfalls die rechtliche Stellung eines Gläubigers gegenüber dem Emittenten. Die Forderung kann dinglich gesichert sein. Bei einer Industrie-Obligation zum Beispiel dadurch, daß auf den Grundbesitz des Schuldners eine Hypothek zur Sicherung der Inhaber der Schuldverschreibungen eingetragen wird. Für die Pfandbriefe der Grundkreditanstalten besteht nur eine indirekte dingliche Sicherung dadurch, daß die Hypothekendarbank ihrerseits Grundpfandrechte erwerben muß, um Pfandbriefe ausgeben zu dürfen. Wie sich nun aber die Objekte, die zur Sicherung der Gläubiger dienen, und das sonstige Vermögen des Schuldners in ihrem Marktwert auch entwickeln mögen, die Forderungen bleiben in ihrer Höhe davon unberührt. Sie gründen sich nicht auf den Sachwert des Schuldnervermögens, der allenfalls für ihre Bonität von Bedeutung ist, sondern sind nominal gebunden.

Auf eine Besonderheit muß hier jedoch noch hingewiesen werden: Der Wert eines festverzinslichen Wertpapiers ist nur im Zeitpunkt der Fälligkeit kontraktbestimmt, das heißt er

bemißt sich dann nach dem Nominalwert und einem eventuell vereinbarten Agio. Vor ihrer Fälligkeit haben die fungiblen Schuldverschreibungen einen Marktwert, einen Börsenkurs, der mehr oder weniger von ihrem Nominalwert abweichen kann. Er stellt sich in der Regel so, daß sich für alle vergleichbaren Effekten eine annähernd gleiche Effektivverzinsung ergibt. Die Kursschwankungen können somit hauptsächlich als eine Wirkung der Preisinterdependenz angesehen werden. Für die Beurteilung der festverzinslichen Effekten als Vermögensanlage ist jedoch die nominale Gebundenheit ihres Wertes dominierend, da sie langfristig und endgültig den Ausschlag gibt.

e) Das Investment-Sparen

Die Zertifikate, die von Kapitalanlagegesellschaften ausgegeben werden, verbriefen einen Anteil an einem Sondervermögen. Dieses Sondervermögen kann entweder im Miteigentum und unter der treuhänderischen Verwaltung der Gesellschaft, oder direkt im Eigentum der Gesellschaft stehen.¹⁾ Bei den deutschen Investment-Trusts ist die Miteigentümlösung üblich.²⁾ Der Investmentsparer erlangt also rechtlich gesehen die Stellung eines Miteigentümers nach Bruchteilen.³⁾

Die Zertifikate tragen keinen Nominalwert. In der Bundesrepublik wird der Wert der Anteile an jedem Börsentage errechnet, ist also primär auch kein Marktwert. Im Ausland dagegen werden die Zertifikate häufig direkt an der Börse notiert und haben somit einen unmittelbaren Marktwert. Ursächlich handelt es sich jedoch auch bei dem errechneten Wert der Zertifikate deutscher Kapitalanlagegesellschaften um einen Marktwert, da bei der Berechnung des Ausgabe- und des Rückkaufspreises die Börsenkurse der Wertpapiere zu Grunde gelegt werden, die zum Sondervermögen gehören.

1) Vergl. § 6 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAG Ges) vom 16. April 1957

2) Vergl. hierzu die Vertragsbedingungen der einzelnen Gesellschaften.

3) Die Immobilienfonds bleiben hier außer Betracht. Die Sondervermögen der deutschen KA-Gesellschaften dürfen nur Wertpapiere enthalten. (§ 7 KAG Ges). Immobilienfonds können nur von anderen Unternehmen geschaffen werden. Sie haben in Deutschland noch keine so große Bedeutung erlangt, daß Immobilienfonds-Zertifikate zu den wichtigen Vermögensanlagen gezählt werden müßten.

f) Das Aktiensparen

Von besonderem Interesse sind nun die Verhältnisse beim Aktiensparen. Welche rechtliche Position erlangt der Käufer einer Aktie? Wovon hängt der Wert eines Vermögens ab, das in Aktien angelegt ist?

Die Aktie ist ein Anteil am Grundkapital einer Aktiengesellschaft. Der Anteilseigner - Aktionär - ist Mitglied der Gesellschaft. Die Aktienurkunde verbrieft die bestehende Mitgliedschaft. Das Vermögen der Gesellschaft steht nicht im Gesamthands- oder Miteigentum der Aktionäre, sondern Eigentümerin dieses Vermögens ist die juristische Person "Aktiengesellschaft" als solche. Im wirtschaftlichen Sinne dagegen kann man die Aktionäre, die das Unternehmerkapital aufgebracht haben, als Eigentümer bezeichnen. Denn sie haben Rechte, die denjenigen des Eigentümers sehr nahe kommen. Es steht ihnen ein Anteil am verteilbaren Gewinn zu, was mit dem Recht auf den Eigentumsnutzen verglichen werden kann. Ferner können sie mit qualifizierter Mehrheit die Liquidation beschließen und haben sodann Anspruch auf einen Anteil am Abwicklungserlös im Verhältnis ihrer Kapitalbeteiligung. Obwohl sie nicht direkt, weder einzeln noch in ihrer Gesamtheit, über das Gesellschaftsvermögen verfügen können, sondern nur durch die von ihnen gewählten und beauftragten Organe, zeigt sich hier eine Parallele zu der dinglichen Verfügungsmacht des Eigentümers, oder besser gesagt: der Miteigentümer nach Bruchteilen.

Die Aktie trägt zwar nach deutschem Recht einen Nominalwert, doch wird damit nur der Anteil am Grundkapital ausgedrückt. Ihr tatsächlicher Wert zu einem bestimmten Zeitpunkt ist nicht nominal gebunden. Um die Wertbestimmtheit der Aktie zu ermitteln, ist von den Gründen ihrer Bewertbarkeit auszugehen. - Wir haben die Aktie als mitgliederschaftliches Recht kennengelernt. Die Mitgliedschaft kann durch Einigung und Übergabe der Aktienurkunde übertragen werden, das heißt die Aktie ist handelbar. Da Aktien gleicher Art ferner vertretbare Wertpapiere sind, sind sie fun-

gibel, im höchsten Maße marktfähig; sie sind börsenfähige Effekten. Das ist indessen noch kein Grund dafür, daß sie einen Marktwert besitzen. Ihr wirtschaftlicher Wert beruht vielmehr darauf, daß die Aktienurkunde ihrem berechtigten Inhaber die bereits erwähnten eigentumsähnlichen Vermögensrechte gewährt.¹⁾

Grundsätzlich kann also festgehalten werden, daß der Wert einer Aktie von der Substanz des Gesellschaftsvermögens und von der Rentabilität des eingesetzten Kapitals abhängt. Diese beiden wertbestimmenden Faktoren: Substanz und Ertrag, dürfen allerdings nicht getrennt nebeneinander gesehen werden, denn zwischen ihnen besteht ein funktionaler Zusammenhang.²⁾ Die Substanz, das Vermögen, ist die Grundlage für die Ertragserzielung des Unternehmens. Deshalb bezeichnen wir den Wert einer Aktie als substanzfundiert, wenngleich die Ertragskraft des Unternehmens den Kurs der Aktie in der Regel stärker beeinflussen wird als der Sachwert des Vermögens. Die Aktienkurse werden außer den genannten Faktoren auch noch von spekulativen, politischen und irrationalen Momenten beeinflusst.

2. Beurteilung der dargestellten Sparformen

Nachdem die einzelnen Sparformen dargestellt wurden, kann nunmehr ein Urteil darüber gebildet werden, welche Vor- und Nachteile sie dem Sparer bieten. Vom Sachwertsparen soll hier, wegen seiner besonderen Zwecksetzung, abgesehen werden. Wir haben somit grundsätzlich nur zwischen Sparformen, deren Wert nominal gebunden ist, und solchen, deren Wert vom Markt abhängt, zu unterscheiden.

Die Sparformen von nominaler Geltung sind nur wenig mit spezifischen wirtschaftlichen Risiken behaftet. Die Tätigkeit der Kreditinstitute und Versicherungen ist auf Grund langjähriger Erfahrung sowie durch materielle gesetzliche

1) Von stückelosen Aktien wurde bei der Betrachtung abgesehen, da sie in diesem Zusammenhang keine besonderen Probleme enthalten.

2) Vergl. hierzu Mellerowicz-Jonas, Bestimmungsfaktoren der Kreditfähigkeit, Berlin 1954, Seite 29

Bestimmungen in ihrer Geschäftspolitik so eingespielt, daß ihre Gläubiger vor Verlusten weitgehend geschützt sind. Eine zusätzliche Sicherheit bringen noch die staatlichen Aufsichtsämter dieser Gewerbezweige. Auch der Käufer festverzinslicher Wertpapiere ist in seiner Gläubigerposition nur wenig gefährdet, denn ehe ein Unternehmen mit fungiblen Schuldverschreibungen an die Öffentlichkeit treten kann, muß es seine Zahlungskraft auch für die Zukunft glaubhaft machen können.

Hingegen sind die Vermögensanlagen, deren Wert nominal gebunden ist, ebenso wie das Geld selbst, mit dem allgemeinen Währungsrisiko belastet. Unter Währungsrisiko ist in erster Linie die Gefahr einer Kaufkraftverschlechterung zu verstehen. In diesem Fall bleibt dem Sparer sein Vermögen zwar nominal erhalten, stellt aber nurmehr eine geringere wirtschaftliche Verfügungsmacht dar. Zum Währungsrisiko gehört aber auch die Möglichkeit eines Währungsbruches, einer Währungsreform, wobei auch schuldrechtliche Ansprüche einem bestimmten Umstellungsverhältnis unterworfen werden. In diesem Fall erleidet der Sparer also primär einen nominalen Verlust, wahrscheinlich aber auch eine Kaufkrafteinbuße.

Anders liegen die Dinge bei der Aktie. Sie ist den spezifischen wirtschaftlichen Risiken in weit höherem Maße unterworfen, da alle Faktoren, die ihren Wert beeinflussen, grundsätzlich als labil angesehen werden müssen. Das gilt insbesondere für die exogenen Momente, für diejenigen also, die nicht vom Unternehmen selbst abhängen, aber es gilt auch für endogene Faktoren, vor allem für die Rentabilität.

Dafür ist die Aktie mit einem geringeren Währungsrisiko belastet als die Sparanlagen von nominaler Geltung. Bei den vergangenen Währungsumstellungen haben die in Aktien angelegten Vermögen ihren an der Kaufkraft gemessenen Wert weit besser gehalten als andere. Allerdings darf nicht vergessen werden, daß die sogenannten Ostwerte völlig wertlos geworden sind, während die in den entsprechenden Gebieten angelegten Sparguthaben teilweise erhalten blieben. Die Aktie ist also

keineswegs frei von politischen Risiken und auch die Lehren vergangener Währungsreformen können nicht unbesehen in der Weise verallgemeinert werden, daß sich die Aktie grundsätzlich bei jeder Währungsumstellung als die bessere Anlage erweisen müßte.

Außer Zweifel steht jedoch, daß die Aktie bei Kaufkraftverschlechterungen im allgemeinen und im Durchschnitt betrachtet den nominalwertigen Anlagen überlegen ist. Ihr Kurs mag mehr oder weniger steigen als andere Preise, eine gewisse positive Korrelation dürfte im Normalfall immer nachzuweisen sein, weil hier die Substanzbezogenheit ihres Wertes stark zur Geltung kommt. In der Regel und von anderen Einflüssen abgesehen, werden die Aktienkurse daher so ansteigen, daß die Kaufkraft des beim Erwerb der Aktie angelegten Geldes annähernd erhalten bleibt.

Aus dem bisher Gesagten geht hervor, daß jeder Sparform gewisse Vorteile zu eigen sind. Während nun aber das Sparen in nominalen Werten nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch jedem offensteht, hat die Aktie beim Kleinsparer bisher kaum Eingang gefunden. Das liegt zum Teil ohne Zweifel an der bisher fehlenden Aufnahmewilligkeit des Kleinsparers für Aktien, zum größeren Teil dürfte es aber auf die Gestaltung der Aktie und des gesamten Aktienwesens zurückzuführen sein. Die Aktie ist ihrem Wesen und ihrer Handhabung nach dem Kleinsparer bisher fremd und unverständlich geblieben und sie war ihm auch nicht leicht zugänglich, denn obwohl es insgesamt genügend kleine Stücke gibt, wurden diese doch nur relativ selten einzeln gehandelt.

Ferner herrschte bei maßgebenden Kreisen - und diese Ansichten werden auch heute noch gelegentlich vertreten - die Meinung vor, die Aktie sei für den Kleinsparer keine empfehlenswerte Anlage. Sehr deutlich wurde das zum Beispiel von Walther Rathenau ausgesprochen: "Ich halte es für unverantwortlich, einem Manne, der seine Ersparnisse nötig hat und sie beisammenhalten soll, zu raten, einem Zinsgewinn von

einem vom Hundert¹⁾ zuliebe einen Teil seines Vermögens aufs Spiel zu setzen. Gewissenlos aber wird der Rat, wenn er im Hinblick auf einen zu erwartenden Kursgewinn erteilt wird und somit zum Börsenspiel verführt, sofern nicht gar die Verleitung zur Spekulation auf Kredit eingegriffen ist. Die Aktie ist keine Kapitalsanlage für den kleinen Sparer; der kleine Aktionär ist ein irregeführter Verwalter seines Vermögens, und es ist einem jeden zu wünschen, daß er sich ohne Verlust in kurzer Frist seines ungeeigneten Besitzes zu entledigen vermöchte."²⁾ Unmittelbar vor diesen warnenden Worten schreibt Rathenau jedoch einen prophetischen Satz nieder, der ebenfalls zitiert werden soll: "Es wird die Zeit kommen, wo es keinen kleinen Mann, sondern nur noch freie Männer gibt, wenn auch in allen Abstufungen der Berufe und Verantwortungen."³⁾

Ob nun der von Rathenau erwartete Zustand, "die Zeit der freien Männer", schon gekommen ist oder nicht, jedenfalls scheint man heute weithin der Ansicht zu sein, der Kleinsparer sei reif für den Aktienerwerb, sofern nur die Aktie durch einige Besonderheiten und Abweichungen vom Herkömmlichen den besonderen Bedürfnissen des Kleinsparers angepaßt werde.

3. Folgerungen für das Volksaktien-Sparen

Eines ist sicher: die Aktie ist kein Allheilmittel für die Kaufkrafterhaltung von Sparbeträgen. Sie ist nicht schlechthin wertbeständig. Und sie kann deshalb auch nicht als einzige Anlageform für Ersparnisse gutgeheißen werden. Sie kann nur fakultativ und gleichberechtigt neben andere Anlageformen auch für den Kleinsparer treten. Auch wäre es nicht sinnvoll, bereits die ersten wenigen hundert Mark in Volksaktien anzulegen. Erst wenn eine gewisse Liquiditätsreserve, ein Notgroschen, zum Beispiel in Form eines

1) Zur damaligen Zeit (1917) wiesen Aktien, im Gegensatz zu heute, eine höhere Rendite auf als festverzinsliche Wertpapiere. (Anmerkung des Verf.)

2) Walther Rathenau, Vom Aktienwesen, Berlin 1917, Seite 32 f.

3) Walther Rathenau, ebenda, Seite 32

Sparguthabens vorhanden ist, sollte mit einem allmählichen Erwerb von Aktien begonnen werden.

Zu begrüßen ist aber, daß durch die Volksaktienpläne dem Kleinsparer Anregung und Zugang zum Aktiensparen grundsätzlich gegeben wird. Die Vorteile dieser Anlageform bleiben dadurch nicht mehr länger de facto ein Privileg der vermögenden Schichten. In diesem Gesichtspunkt liegt nochmals ein sozialpolitisches Argument für die Volksaktie, zusätzlich zu dem bereits dargelegten Ziel einer breiten Vermögensstreuung.

Die eben diskutierten Vor- und Nachteile des Aktiensparens bringen sinnfällig in Erinnerung, daß vielleicht gerade das Investment-Zertifikat als Anlage für Kleinsparer geeignet ist. Durch die gesetzlich vorgeschriebene breite Streuung des Fondsvermögens auf verschiedene Werte werden die wirtschaftlichen Risiken stark herabgemindert, während die charakterisierten Vorteile des Aktiensparens fast vollständig erhalten bleiben. Es wäre bedauerlich, wenn die Einführung von Volksaktien die in Deutschland eben erst begonnene erfreuliche Aufwärtsentwicklung des Investmentsparens beeinträchtigen würde.

Und noch ein weiterer Hinweis ist an dieser Stelle unerlässlich. Wenn aus Kreisen der Regierung und des Parlaments die Volksaktie dem Kleinsparer mit dem Argument empfohlen wird, daß er sich hierdurch vorzüglich gegen Geldwertverschlechterungen sichern könne, so muß man dem entgegenhalten, daß nicht der Kleinsparer veranlaßt werden solle, dem Währungsrisiko auszuweichen, sondern daß es vielmehr die vornehmste Pflicht aller staatlichen Organe ist, den Geldwert stabil zu halten und somit die Wertbeständigkeit aller Sparformen zu gewährleisten. Diese Forderung wird auch nachdrücklich von der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft e.V. in deren Aktionsprogramm erhoben. "Stabilität des Geldwertes bildet die erste Voraussetzung einer gesunden Wirtschaftspolitik ... Auch in Geld verkörpert es oder ausgedrücktes

Eigentum muß vollgültiges und sicheres Eigentum sein."¹⁾
Und an anderer Stelle des Programms heißt es: "Auch für eine gesunde S o z i a l p o l i t i k ist Stabilität des Geldwertes die erste Voraussetzung."²⁾

III. Die Volksaktie als Mittel zur Förderung des wirtschaftlichen Verständnisses in breiten Kreisen

Als weiteres Ziel der sozialpolitischen Bestrebungen läßt sich erkennen, daß die Volksaktie auch breite Kreise der Bevölkerung zu unternehmerischem Denken erziehen soll. Rheinfels drückt dieses erzieherische Ziel aus, wenn er sagt, der Volksaktionär solle sich das nötige Wissen in fleißiger Arbeit aneignen und die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung sowie die seines Unternehmens laufend verfolgen.³⁾ Man erwartet also, daß weite Kreise der Bevölkerung, insbesondere die Arbeitnehmer, durch Aktienbesitz wirtschafts- und konjunkturbewußter werden. Sie müßten sich einmal zwangsläufig mit dem Wesen der Aktienbeteiligung vertraut machen und würden dabei zugleich manches über die Struktur und den Ablauf der Wirtschaft im allgemeinen lernen.⁴⁾ Vielleicht sind solche Erwartungen etwas zu hoch gespannt, denn bekannterweise gibt es auch unter den Aktionären mit ansehnlichem Vermögen noch einige, die von diesen Dingen vergleichsweise nur recht wenig wissen. Immerhin könnte aber schon die Beobachtung des Kurses der eigenen Volksaktie und der Vergleich mit der allgemeinen Kursentwicklung ein verstärktes Interesse für das wirtschaftliche Geschehen wecken.

Eng verknüpft mit dem wirtschaftlichen Verständnis ist auch die wirtschaftliche Gesinnung des einzelnen, seine Einstellung zur bestehenden Wirtschaftsordnung. Wer über

1) Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft e.V., Aktionsprogramm, Würzburg 1958, Seite 3

2) Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft e.V., a.a.O. Seite 5 (Anmerkung: Hervorhebung vom Verfasser)

3) Vergl. Horst Rheinfels, Fibel für Volksaktionäre, Siegburg 1957, Seite 17

4) Vergl. hierzu auch Seite 39

ein eigenes Vermögen verfügt, wird eher zu selbstverantwortlichem Denken neigen, das einer Marktwirtschaft, auch einer sozialen, mehr entspricht als das auf den Wohlfahrtsstaat gerichtete Versorgungsdenken. Im Zusammenhang mit der sozialpolitischen Motivierung der Mit-Eigentumspläne schreibt Ulbrich zu dieser Frage, die Argumente anderer Autoren zusammenfassend: "Eine freie Wirtschaftsordnung, deren Stärke gerade in der - sich am Markte orientierenden - freien Verfügungsmacht über Eigentum beruhe, würde nur dann bejaht, wenn alle die Möglichkeit hätten, selbst Eigentümer zu werden. Damit werde diese Wirtschaftsordnung auch erst funktionsfähig und gleichzeitig sozial gerechtfertigt."¹⁾ Man wird die Funktion und Bedeutung der Volksaktie in dieser Hinsicht nicht allzu hoch einschätzen dürfen.

Sehr nüchtern und lebensnah wird der typische Kleinaktionär - und warum sollte für den künftigen Volksaktionär etwas anderes gelten? - von Müller-Erzbach charakterisiert. Das mitgliedschaftliche Gemeinschaftsinteresse sei bei ihm verflüchtigt und abgeschwächt. Gemeinsinn und das Verantwortungsempfinden für die Führung seiner Gesellschaft gehe ihm verloren.²⁾ Durch die Fungibilität der Aktie ist die Bindung des einzelnen Kleinaktionärs an die Gesellschaft sehr labil. Er kann sein Vermögen jederzeit anderweitig anlegen und sich so Substanz und Ertrag sichern, wenn es nach Lage der Dinge geboten erscheint. Damit handelt er selbstverantwortlich und aus berechtigtem Eigeninteresse, wahrscheinlich sogar gesamtwirtschaftlich richtig, weil er sein Kapital "zum besseren Wirt" lenkt. Aber er braucht dazu kein umfassendes wirtschaftliches Verständnis und es folgt daraus nicht zwangsläufig, daß er die bestehende Wirtschaftsordnung voll bejaht.

1) Horst Ulbrich, a.a.O., Seite 89

2) Rudolf Müller-Erzbach, Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenkens, Weimar 1948, Seite 216

IV. Volksaktie und Privatisierung von wirtschaftlichem Vermögen der öffentlichen Hand

Unter Privatisierung ist die Veräußerung wirtschaftlichen Vermögens der öffentlichen Hand an Privatpersonen zu verstehen. Wenn die betreffenden Vermögenswerte ursprünglich Privateigentum waren und erst später durch Gesetz oder Rechtsgeschäft Eigentum der öffentlichen Hand wurden, so bezeichnet man ihre Rückführung in Privateigentum auch als Reprivatisierung. Eine Teilprivatisierung liegt vor, wenn die öffentliche Hand nur einen Teil der Rechte an einem ihr gehörenden Vermögen zu Gunsten Privater abgibt. Ferner wird der Begriff Teilprivatisierung angewandt, wenn der Staat zwar seine Eigentumsrechte an einem Vermögen behält, daneben aber zusätzliche Eigentumstitel schafft und diese an Privatpersonen veräußert. So war zum Beispiel bei der Teilprivatisierung der Preußag zunächst vorgesehen, nur den aus der Erhöhung des Grundkapitals herrührenden Betrag von 30 Millionen DM an Privatpersonen zu veräußern. Die bundeseigene Dachgesellschaft VEBA wäre dann zwar immer noch mit 75 Millionen DM am Grundkapital der Preußag beteiligt gewesen, aber nicht mehr als alleiniger Aktionär, sondern nurmehr mit einem Anteil von etwas über 71 Prozent. Der Vorgang der Teilprivatisierung läßt sich hier also nur bei Betrachtung der relativen Kapitalbeteiligungen erkennen.

Der Bund der Steuerzahler weist in einer sehr gründlichen Untersuchung über die wirtschaftliche Betätigung des Bundes und die Möglichkeiten der Privatisierung nach, daß Privatisierungsforderungen auch schon nach dem ersten Weltkrieg erhoben wurden.¹⁾ Als bald nach Gründung der Bundesrepublik und dem Übergang zur sozialen Marktwirtschaft wurden wiederum von vielen Seiten Einwände gegen den Staat als Unternehmer vorgebracht. So schreibt zum Beispiel der Bund der Steuerzahler: "Aus den Prinzipien, nach denen unsere Wirtschaftsordnung seit dem 20. Juni 1948 aufgebaut

1) Vergl. hierzu Bund der Steuerzahler, Die Bundes-Konzerne, Schach dem Staatskapitalismus durch Privatisierung, Bad Wörishofen, 1957, Seite 36 ff.

wird, ergibt sich ohne weiteres, daß es nicht Aufgabe des Staates und seiner Bürokratie sein kann und sein darf, sich selbst unmittelbar erwerbswirtschaftlich zu betätigen, ..."¹⁾

Auch die Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft bezeichnet die bisherige übermäßige Ausdehnung der Staatsaufgaben als unvereinbar mit der Sozialen Marktwirtschaft und fordert in ihrem Aktionsprogramm die "Privatisierung aller Betriebe und Beteiligungen, für deren öffentlichen Charakter nicht zwingende sachliche Gründe bestehen".²⁾

Auf gewissen Gebieten, besonders im Kredit- und Versicherungsgewerbe, im Wohnungsbau, der Energieversorgung und dem Verkehrsgewerbe wird die Betätigung der öffentlichen Hand als berechtigt und teilweise notwendig anerkannt. Der Bund der Steuerzahler führt weiter aus:

"Als Maßstab für den als "unnötig" anzusehenden Besitz des Bundes an Industrieunternehmen oder an maßgeblichen Beteiligungen bei Erwerbsunternehmen privaten Rechts wird die sinnvolle Auslegung von § 60 Abs. 2 der "Reichswirtschaftsbestimmungen" (RWB) vom 11. Februar 1929 zugrunde gelegt. Nach § 60 Abs. 2 RWB¹⁾ wird eine Beteiligung des Bundes an erwerbswirtschaftlichen Unternehmen nur dann für zulässig erklärt,

- "(1) wenn ein wichtiges Interesse des Bundes vorliegt,
- (2) wenn die Inanspruchnahme der Bundesmittel nicht zu einem Nachteil für den Bund führt, und
- (3) wenn das vom Bund angestrebte Ziel sich nur durch eine solche Beteiligung erreichen läßt."³⁾

Bei der Privatisierung von Bundesunternehmen wird man nicht nach einem einheitlichen Schema verfahren können. Insbesondere sind nicht alle Objekte geeignet, durch Ausgabe von Volksaktien privatisiert zu werden.

1) Bund der Steuerzahler, a.a.O., Seite 31

"1) Sowohl Vialon als auch Oeftering bejahen im Reg.-Bulletin vom 18.6.1953 auf Seite 954 ff. die verbindliche Geltung der RWB ausdrücklich."

2) Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft e.V., Aktionsprogramm, Würzburg 1958, Seite 4

3) Bund der Steuerzahler, a.a.O., Seite 194

Nicht eindeutig ist die Frage nach dem Anfangsglied zu beantworten, wenn der Kausalzusammenhang zwischen Volksaktie und Privatisierung geklärt werden soll. So nennt zum Beispiel Häussler die Staatsunternehmen als "Quellen für die zusätzliche Förderung der Kapital-Vermögensbildung des Arbeitnehmers ...".¹⁾ Die Überlegung Häusslers bezieht sich zwar nicht auf die Volksaktie, die bei ihm zu Grunde liegende Fragestellung ist jedoch typisch auch für viele Initiatoren des Volksaktienplanes. Ziel und Ursache zugleich ist die Herbeiführung einer breiten Vermögensstreuung durch Volksaktien. Die Privatisierungsforderung wird daraus hergeleitet als Mittel zum Zweck, weil anderweitig keine Volksaktien zur Verfügung gestellt werden können.

Demgegenüber behauptet Hirche: "Die meisten, die von "Volksaktien" reden, denken nur an vom Staate zum Zwecke der Privatisierung auszugebende Aktien!"²⁾ Demnach wäre das Ziel die Privatisierung, die Volksaktie nur ein Instrument zu ihrer Abwicklung.

Keine dieser gegensätzlichen Meinungen dürfte für sich in Anspruch nehmen können, die allein richtige zu sein. Die Volksaktie ist sowohl Anlaß als auch Instrument der Privatisierung. Durch sie lassen sich manche Privatisierungsforderungen und eine breitere Vermögensstreuung in einem Zuge verwirklichen. Während jedoch Privatisierungen auch ohne Volksaktien möglich sind, zum Beispiel durch Verkauf an Einzelinteressenten, erscheint es als wenig aussichtsreich, andere ergiebige Quellen als das Bundesvermögen für die Ausgabe von Volksaktien zu finden.

1) Erwin Häussler, Konturen einer neuen Schicht, Stuttgart 1958, Seite 21

2) Kurt Hirche, a.a.O., Seite 45 (Hervorhebung vom Verfasser)

2. Teil: Volksaktien in Österreich und die Struktur des Aktienbesitzes in den USA

I. Vorbemerkung

Die Volksaktien-Idee wurde in Österreich geboren und auch dort zuerst verwirklicht. - In den Vereinigten Staaten verteilt sich der Aktienbesitz auf einen verhältnismäßig hohen Anteil der Gesamtbevölkerung und es wird deshalb häufig gesagt, die Aktienstreuung habe dort eine volkskapitalistische Struktur. Die österreichischen Volksaktien und das Aktienwesen in den USA werden daher insoweit betrachtet, als sich Erkenntnisse und Anregungen für die Gestaltungsmöglichkeiten in Deutschland daraus gewinnen lassen. Eine Ausdehnung des vergleichenden Teils der Arbeit auf weitere Staaten verspricht nur wenige zusätzliche Aufschlüsse und soll daher unterbleiben.

II. Volksaktien in Österreich

Die Motive für die Ausgabe von Volksaktien sind in Österreich grundsätzlich die gleichen wie in der Bundesrepublik, die Akzentuierung dürfte jedoch in einigen Punkten verschieden sein. So wenden sich dort zum Beispiel gegen die Privatisierungsvorhaben stärkere politische Kräfte als in der Bundesrepublik. Auch ist in Österreich offenbar die Hoffnung auf zusätzliche Kapitalbildung durch das Volksaktien-Sparen stärker ausgeprägt, zumindest aber wollen die politischen Kräfte, die die Privatisierung durch Volksaktien anstreben, dem Staat dadurch Einnahmen verschaffen. Selbstverständlich hofft man in erster Linie, "Strumpfgelder" hervorzulocken und eine vermehrte Spar-tätigkeit auszulösen, aber bei Ausgabe der ersten Volksaktien war ein dringender Geldbedarf des Staates vorhanden und der Privatisierungserlös war deshalb auch insoweit willkommen, als er durch Auflösung anderer Sparanlagen aufgebracht worden war.

Schließlich mag auch die relativ gute Wertbeständigkeit der Aktie bei inflationärer Geldwertentwicklung in Österreich eine nicht geringe Rolle spielen. Jedenfalls läßt die Tatsache, daß die österreichische Energieanleihe von 1953 mit einer Wertsicherungsklausel ausgestattet wurde und daß man das Problem wertgesicherter Anleihen in österreichischen Fachzeitschriften mehrfach diskutiert hat,¹⁾ darauf schließen, daß man dort der Sicherung von Ersparnissen gegen Geldentwertungen besonderes Augenmerk schenkt.

Zu den wirtschafts- und sozialpolitischen Motiven gesellte sich in Österreich, wie bereits angedeutet, jedoch noch ein konkreter und vordringlicher Anlaß: eine Lücke im Budget des Staates. Die Staatsbeamten hatten mit Erfolg die Vorverlegung der Vollvalorisierung ihrer Gehälter verlangt. Zur Deckung dieser zusätzlichen Ausgabe fehlten dem Staat jedoch die Mittel in Höhe von rund 600 Millionen Schilling.²⁾ Dieser Fehlbetrag wurde zum größten Teil durch eine erste, teilweise Reprivatisierung österreichischen Bundesvermögens aufgebracht. Grundlage hierfür war das "Gesetz betreffend den Verkauf von Aktien verstaatlichter Banken", das am 29. Dezember 1956 in Kraft trat.³⁾

Die beiden Großbanken, die durch dieses Gesetz betroffen wurden, sind die Creditanstalt-Bankverein AG. mit einem Grundkapital von 500 Millionen Schilling und die Österreichische Länderbank Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 250 Millionen Schilling. Sie waren ehemals private Banken, die im Jahre 1946 durch das Erste Verstaatlichungsgesetz in das Eigentum des Staates überführt wurden.⁴⁾ Das Gesetz über ihre Teil-Reprivatisierung er-

1) Vergl. hierzu insbesondere Ernst Stergar, Geldwertrisiko und Investitionsanleihen, in Österreichisches Bankarchiv, Wien 1958, Heft I, Seite 23 ff. und den Erwidierungsartikel zum gleichen Thema von Otto Hintner, a.a.O. Heft III, Seite 69 ff.

2) Vergl. Walter Kastner, Eine neue Aktiengattung, in Österreichisches Bankarchiv, a.a.O. Heft III, 1957, Seite 97 ff. und H.g. Rambousek, Volkskapitalismus als Mittel der Entstaatlichung, in der Volkswirt, Frankfurt am Main 1956, Heft 50, Seite 18

3) BGBl.Nr. 274 vom 18. Dezember 1956 in der Fassung des Gesetzes BGBl.Nr. 23/1957

4) BGBl.Nr. 168/1946

mächtigte nun den Finanzminister, je 40 % des Grundkapitals dieser Institute durch Verkauf von Aktien wieder in den privaten Vermögensbereich fließen zu lassen.

So kam es im Frühjahr 1957 zur Emission von Bankaktien im Nennwert von insgesamt 300 Millionen Schilling. Hier- von entfallen 200 Millionen Schilling auf die Aktien der Creditanstalt-Bankverein, der Rest auf die Länderbank. Jeweils ein Viertel, also 10% der Grundkapitalien, wurde in Form von Stammaktien zu einem Emissionskurs von 135 ausgegeben und mit einem Kurs von 142 am 15. April 1957 an der Wiener Börse eingeführt.

30 % der Grundkapitalsbeträge, also insgesamt 225 Millionen Schilling, wurden in Form von stimmrechtlosen Vorzugs- aktien mit einer Dividendengarantie von 6% ausgegeben. Nur bei diesen handelt es sich um die sogenannten Volks- aktien mit einem Nominalwert von 500 Schilling. Sonst be- trägt der Mindestnennwert für Aktien in Österreich 1000 Schilling. Auch in anderer Hinsicht wurden Sonderre- gelungen getroffen, die vom Aktiengesetz abweichen. Die Bankaktien dürfen nur österreichischen Staatsangehörigen, das sind Staatsbürger und juristische Personen mit dem Sitz in Österreich, verkauft werden. Kommt ein Ausländer dennoch, zum Beispiel durch Erbschaft, in den Besitz sol- cher Aktien, so ruhen alle Rechte aus den Papieren.

Die Vorzugsaktien können, ebenfalls im Gegensatz zur all- gemeinen aktienrechtlichen Regelung, nie ein Bezugsrecht auf stimmberechtigte Aktien gewähren. Ferner wurde die Gel- tung des § 116, II AktGes für die Volksaktien ausdrücklich ausgeschlossen. Sie bleiben auch dann ohne Stimmrecht, wenn der Vorzugsbetrag, das ist die garantierte Mindestdividen- de, in einem Jahr nicht vollständig gezahlt und der Rück- stand im nächsten Jahr neben der vollen Vorzugszahlung für dieses Jahr nicht nachgezahlt wird.

Wird die garantierte Dividende auf die Volksaktien einmal nicht erreicht, so haben die Vorzugsaktionäre einen An-

spruch auf Nachzahlung aus den Gewinnen der zwei folgenden Jahre. Dieser Anspruch darf nicht durch Rücklagenbildung oder Dividendenzahlung auf Stammaktien geschmälert werden. Andererseits sind die Banken jedoch nicht verpflichtet, Rücklagen aufzulösen, um die Vorzugsdividende zahlen zu können. Dieser Regelung ist vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus zuzustimmen, weil hier der Tatsache Rechnung getragen worden ist, daß Rücklagen ein Passivum, also keine ausschüttungsfähigen Mittel sind. Man darf annehmen, daß die Banken nicht anstehen würden, die Vorzugsaktionäre trotz eines nicht ausreichenden Gewinnes zu bedienen, wenn es die Liquiditätssituation zuläßt und für die Zukunft wieder mit höheren Gewinnen gerechnet werden kann. Buchmäßig müßte dann zunächst ein entsprechender Teil der Rücklagen zu Gunsten der außerordentlichen Erträge aufgelöst werden, wodurch sich in der Bilanz ein Gewinn ergibt, der unter der bereits erwähnten Voraussetzung genügender Liquidität ausgeschüttet werden kann.

Geht schon aus den bisher erwähnten Bestimmungen hervor, daß die ersten Volksaktien in vielerlei Hinsicht eine Gattung minderen Rechts sind, so wird das noch durch eine weitere Regelung besonders deutlich. Wohl kann auf die Vorzugsaktien eine Superdividende, also mehr als 6%, ausgeschüttet werden. Jedoch ist die Gesellschaft auch dann nicht verpflichtet, über die garantierte Mindestdividende hinauszugehen, wenn auf die Stammaktien mehr als 6% ausgeschüttet werden.

Diese zahlreichen Sonderregelungen gaben zu vielfältiger Kritik Anlaß und es machte sich in Österreich die Meinung breit, daß weitere Volksaktien weniger vom Typ der Stammaktie abweichen sollen, wenn möglich, überhaupt nur hinsichtlich des Nominalbetrages. So schreibt auch Kastner: "Die Veräußerung von Aktien der genannten Banken ... sollte aber ein erster Schritt zur Verwirklichung des Gedankens der Volksaktie sein, der jedoch - wie der Bericht des Finanz- und Budgetausschusses ausdrücklich feststellt -

der endgültigen Gestaltung der Volksaktie nicht vorgeht.¹⁾ " Es darf demnach erwartet werden, daß diese Sonderbestimmungen bei der Volksaktie nicht wiederkehren oder doch in wesentlichen Punkten geändert werden."²⁾

Bemerkenswert ist noch, daß Kastner in den Vorzugsaktien der beiden Banken also lediglich Vorläufer der sogenannten Volksaktien sieht, und auch das erwähnte Gesetz spricht stets nur von Vorzugsaktien, nicht von Volksaktien. Diese Bezeichnung hat sich aber dennoch im Sprachgebrauch und auch in der Fachpresse bereits für den Vorläufer durchgesetzt.

Der österreichische Gesetzgeber hat auf besondere Normen, die eine Konzentration der Volksaktien auf die Dauer ausschließen, verzichtet. Sie lauten auf den Inhaber und genießen volle Freizügigkeit und Verkehrsfähigkeit wie alle zum amtlichen Börsenhandel zugelassenen Inhaber-Effekten. Vorkehrungen gegen eine Paketbildung waren überflüssig, weil der Staat auch nach der Teil-Reprivatisierung die Willensbildung der Bankorgane beherrscht. Zieht man vom Grundkapital 30% stimmrechtslose Vorzugsaktien ab, so garantiert dem Staat sein Anteil von 60% am Grundkapital immerhin einen Anteil von ca. 85,7% am stimmberechtigten Kapital, während auf die im Umlauf befindlichen Stammaktien 10% des Kapitals und ca. 14,3% der Stimmen entfallen.

Um Paketbildungen wenigstens bei der Erstausgabe zu vermeiden, ging man folgenden Weg: Es erfolgte, da die Emission schon vor Fristablauf überzeichnet war, keine gleichmäßig repartierte Zuteilung an alle Zeichner, sondern die Kleinzeichner erhielten volle Zuteilung, während die Großzeichner entsprechend größere Abstriche hinnehmen mußte.

1) Kastner, a.a.O. Seite 97

2) Kastner, a.a.O. Seite 100

Über den Verlauf der Zeichnung und die Zuteilung berichtet Krasensky folgende Daten: "Die Zeichnung von insgesamt nom. 225 Millionen Schilling Vorzugsaktien mußte schon lange vor Ablauf der Frist geschlossen werden, da schon zu diesem Zeitpunkt 407 Millionen Schilling subskribiert waren. 80 162 Personen haben diese Vorzugsaktien gezeichnet. Große Zeichner mit einem Nominalbetrag von über 500 000 Schilling gab es nicht einmal 10, mittlere Zeichner bis 100 000 Schilling nicht einmal 100, aber über 1 000 Schilling waren es bereits mehr als 30 000. Von den ursprünglichen Zeichnungen konnten demnach 62 999 voll zugeteilt werden, während 17 163 Zeichnungen gekürzt werden mußten. Daraus geht die tatsächlich sehr weite Streuung hervor."¹⁾ Das Österreichische Bankarchiv berichtet ergänzend, daß bei der Creditanstalt-Bankverein Aufträge bis 7 000 Schilling, bei der Länderbank AG Aufträge bis 4 000 Schilling voll zugeteilt wurden.²⁾

Zeichnungslisten wurden nicht nur bei Kreditinstituten, sondern auch in Betrieben aufgelegt, was zu dem Erfolg wesentlich beigetragen hat. Der Ausgabekurs für die Vorzugsaktien betrug 115%. Bei der Börseneinführung am 15. April 1957 wurden die Papiere bereits mit 122 notiert. Der Einführungskurs betrug 118. Die Börsennotiz erlebte von da an eine stetige Aufwärtsentwicklung und erreichte am 4. November 1957 einen vorläufigen Höchststand von 182, wobei noch zu berücksichtigen ist, daß die Ausschüttung von 7% Dividende im Juli einen Abschlag von 6 Punkten gebracht hatte. Der Kursdurchschnitt aller an der Wiener Börse notierten Industriewerte von nichtverstaatlichten Gesellschaften fiel in der gleichen Zeit von 1 182 auf 1 120. Über die Umsätze ist wenig bekannt. Im Bericht über die Wiener Wertpapierbörse im Monat August 1957 heißt es hierzu lediglich: "Bei Vorzugsaktien konnte die Nachfrage immer befriedigt werden. Der durchschnittliche Tagesumsatz verringerte sich beträchtlich."³⁾ Zum Jahresende 1957

1) Hans Krasensky, Volksaktie, in Palyi-Quittner, Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Frankfurt am Main 1957, Seite 1627

2) Vergl. a.a.O., Heft I 1958, Seite 30

3) Österreichisches Bank-Archiv IX/1957, Seite 329. Auch die obigen Zahlenangaben sind den Heften V/1957, I/1958 derselben Zeitschrift entnommen.

ging der Kurs der Vorzugsaktien leicht auf 175% zurück. Diese Tendenz setzte sich im Jahr 1958 zunächst fort, bis sich der Kurs bei 168 stabilisierte. Er hat sich bis jetzt unverändert auf dieser Höhe gehalten.¹⁾ Man kann aus dem Ablauf der Entwicklung, die durch anfänglichen Kursanstieg bei größeren Umsätzen, anschließende Kursstabilisierung bei geringeren Umsätzen charakterisiert ist, schließen, daß sich die Volksaktien nunmehr in Händen befinden, die zur langfristigen Anlage entschlossen sind und daß der Kurs sorgfältig gepflegt wird.

Die Spekulation, die durch die starke Propagierung und den offensichtlich günstigen Ausgabekurs, der bei großer Sicherheit der Anlage eine relativ gute Effektivverzinsung versprach und den offenen und stillen Reserven der Emittenten nur mit 15% Agio Rechnung trug, herausgefordert worden war, ist also offenbar inzwischen abgeklungen. Zu sogenannten Interessenkäufen, die die Spekulation auf lange Zeit begünstigen können, besteht bei den Vorzugsaktien aus den früher dargelegten Gründen ja keinerlei Anlaß. Langfristig dürften für die Kurstbildung der Volksaktien der österreichischen Großbanken also nunmehr die Ertragsaussichten beherrschend sein, die zu einer Nachfrage auf höherer Kursbasis kaum Anreiz bieten. Bei einer Dividende von 7%²⁾ und einem Kurs von 170 verzinst sich das eingesetzte Kapital nunmehr mit etwa 4% ohne Berücksichtigung der Kapitalertragsteuer³⁾ und der sonstigen Kosten, z.B. Depotgebühren, die vom Ertrag abzusetzen sind.

Der Erfolg der ersten österreichischen Volksaktien-Aktion konnte an Hand der vorliegenden Zahlen kaum ernstlich bezweifelt und bestritten werden, doch wurde hinsichtlich der Motive und des weiteren Verlaufs verschiedentlich Skepsis und Kritik vorgetragen.

1) Vergl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Frankfurt am Main, Heft 9/1959, Seite 380

2) Auch für 1958 wurden wieder 7% Dividende gezahlt.

3) Die Kapitalertragsteuer beträgt in Österreich 17,7%, vergl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 3/1959, Seite 120

Adolf Weber zum Beispiel urteilt darüber: "Der scheinbare Erfolg der österreichischen Regierung mit einer "Reprivatisierung über Volksaktien" darf in seiner Bedeutung für die Bundesrepublik nicht überschätzt werden. Ich fürchte, daß bei dem Erfolg mehr der Spieltrieb als der Spartrieb Pate gestanden hat."¹⁾

Wir glauben zwar, daß man in der Zeichnung der Aktien, an der sich bei einer Gesamtbevölkerung von etwa 7 Millionen über 80 000 Personen beteiligt haben, einen tatsächlichen und nicht nur einen scheinbaren Erfolg sehen kann. In der Vermutung über den "Spieltrieb" als wesentliches Moment kann man sich Weber jedoch anschließen; denn der niedrige Emissionskurs ließ hohe und leichte Gewinne in kurzer Zeit mit Sicherheit erwarten. Wer von den potentiellen Subskribenten das nicht selbst voraussah, der konnte es in der Presse lesen, für die es hier einmal kein Risiko war, Kursvoraussagen zu machen. So kann vermutet werden, daß tatsächlich viele potentielle Zeichner dem Spieltrieb - wir würden lieber sagen: Spekulationsmotiv - folgten und für kurze Zeit "Volksaktionäre" wurden. Die bereits vorher erwähnte Kurs- und Umsatzentwicklung bietet Anhaltspunkte für die Richtigkeit dieser Vermutung.

Dieser Vermutung tritt auch Hirche bei, wenn er schreibt: "... ein Teil der anfänglichen Besitzer hat seine billig erworbenen Aktien inzwischen verkauft. Der einmalige Gewinn war ihm sicherer als der weitere Besitz der Aktien. Es ist also bereits eine gewisse Konzentration der ausgegebenen "Volksaktien" eingetreten."²⁾ Allerdings gibt Hirche keinen Hinweis, aus dem man entnehmen könnte, worauf er seine Vermutung über die bereits eingetretene "gewisse Konzentration" stützt. Im übrigen muß dazu bemerkt werden, daß einer Konzentration keinerlei Bedeutung zukommt; denn eine Machtkonzentration ist auf Grund der Ausstattung der Volksaktien und ihres Anteils am Grundkapital ausgeschlossen.

1) Adolf Weber, Kapitalbildung als Voraussetzung für den volkswirtschaftlichen und sozialen Fortschritt, München 1957, Seite 26

2) Hirche a.a.O. Seite 13

Die Vorzugsaktien der beiden Großbanken blieben über ein Jahr lang die einzigen Volksaktien am österreichischen Kapitalmarkt. Zu weiteren Privatisierungen ist es bis heute noch nicht gekommen,¹⁾ und weder über die Frage, ob und in welchem Umfang verstaatlichte Unternehmen in Privathand überführt werden sollen, noch über die Frage, wie die zu diesem Zweck auszugebenden Volksaktien beschaffen sein sollen, herrscht Einigkeit.

Erst Ende 1958 und Anfang 1959 kamen weitere Volksaktien auf den Markt, allerdings nur in der bescheidenen Höhe von etwa 17 Millionen Schilling. Ihre Quelle ist ehemals deutsches Eigentum in Österreich. Einige früher deutsche Unternehmen, wie die Tiroler Zugspitzbahn-AG, die Alpine Chemische AG, Kufstein, die J.M.Voith AG, St.Pölten, die Jenbacher Werke AG, die ROTAX-Motorenwerke, wurden an österreichische Interessenten veräußert. Die Käufer mußten sich verpflichten, Teile des Grundkapitals als Volksaktien auszugeben. Der Anteil schwankt zwischen 20 und 30%, lediglich bei der "Tivoli"-Schokoladen- und Zuckerwarenfabrik AG wurde das gesamte Grundkapital breit gestreut. Von den 10 000 Aktien gingen 4 400 an das Publikum, 2 600 an die Belegschaft und 3 000 an die Kunden des Unternehmens.

Insgesamt wurden auf diese Weise etwa 30 000 neue Volksaktien geschaffen. Sie konnten durchwegs mühelos untergebracht werden. Die Vereinigung Österreichischer Industrieller hat sich besonders dagegen gewandt, daß der Emittent und gleichzeitige Hauptaktionär in einigen Fällen den Volksaktionären eine Ertragsgarantie gewähren und sich überdies verpflichten mußte, die Aktien auf Wunsch innerhalb einer bestimmten Frist zum Ausgabekurs zurückzunehmen. Die Vereinigung konnte ihrer Kritik offenbar Geltung verschaffen, denn bei den letzten Veräußerungen ehemals deutscher Unternehmen wurden den Erwerbern keine derartigen Auflagen mehr gemacht, so daß deren Volksaktionäre keine besonderen Vorrechte genießen.²⁾

1) Mai 1959

2) Vergl. zu den vorstehenden Ausführungen Der Volkswirt, Heft 48/1958, Seite 2394, 30 000 neue Volksaktien in Österreich, und Heft 12/1959, Seite 489, Volksaktie sprengt Wiener Koalition. Ferner Handelsblatt Nr.63/1959, Seite 14, Volksaktie in Österreich noch in den Anfängen.

Aus alledem geht hervor, daß die Volksaktie auch in Österreich noch in den Kinderschuhen steckt und daß über ihre endgültige Gestaltung - falls es eine solche überhaupt einmal geben wird - noch Unklarheit herrscht.

Es kann darauf verzichtet werden, alle Einzelheiten der österreichischen Volksaktienaktionen an dieser Stelle kritisch zu untersuchen und auszuwerten, da vieles davon nur eine Vorwegnahme dessen bedeuten würde, was im Zusammenhang mit den Volksaktienplänen der Bundesregierung zur Sprache kommen wird.

Indessen soll eine Erfahrung nochmals ausdrücklich festgehalten werden: Stattet man die Volksaktie allzu attraktiv aus, wählt man insbesondere einen offensichtlich unterbewerteten Begebungskurs, so ist für eine gewisse Zeitspanne nach der Emission mit Sicherheit mit erheblichen Kurssteigerungen zu rechnen, die zur Gewinnrealisierung geradezu herausfordern müssen. Insbesondere dann, wenn verschiedene Volksaktienemissionen in Zeitabständen von einigen Monaten aufeinander folgen, sei es, daß es sich um verschiedene Tranchen einer Gesellschaft oder um die Erstaussgabe von Volksaktien anderer Unternehmen handelt, könnten die dadurch heraufbeschworenen spekulativen Transaktionen erhebliche Kursschwankungen auslösen, die das Vertrauen und die Volkstümllichkeit der Volksaktie untergraben.

Interessant sind auch die Schlußfolgerungen Kerschagls: "Zwei Dinge aber müssen hier mit aller Deutlichkeit gesagt werden: Erstens, daß solche Aktien nur dann einen Sinn haben, wenn sie in gleicher Weise und in gleichen Terminen eingezahlt werden, wie andere Aktien. Es wäre völlig unsinnig, sie etwa durch Abzüge von Leistungsprämien hereinbringen zu wollen, die damit sehr leicht ihren Charakter und ihre Wirkung als echte Leistungsprämien verlieren würden. Volksaktien dürfen aber auch nicht zu einem charitativen Akte werden. Die Regelung von Kapitalproblemen ist kein charitativer, sondern ein finanzieller Akt, wenn nicht deren Sinn und Wirkung vollkommen verwirrt werden sollen. Zweitens aber werden solche Aktien nur dann einen Sinn haben, wenn sie wenigstens zu einem erheblichen Teil in

festen Händen bleiben. In festen Händen bleiben sie nur unter drei Voraussetzungen: Erstens, wenn derjenige, welcher sie zeichnet, sie wirklich zeichnen kann. Zweitens, wenn der Kurs nach unten so geschützt wird, daß das Risiko des Betreffenden möglichst ausgeschaltet wird. Drittens, wenn der Ertrag einen Vergleich mit anderen Anlagen aushält. Gerade die Ausgabe von kleinen oder Volksaktien verdoppelt daher die Notwendigkeit einer sorgsam Kurspflege und einer guten Dividendenpolitik."¹⁾

Die österreichischen Erfahrungen lehren, daß unkonventionelle Methoden bei der Emission den Erfolg erheblich unterstützen können. Die gewünschte breite Streuung ist ohne besondere gesetzliche Maßnahmen zu erreichen. Sie kann durch das Zuteilungsverfahren herbeigeführt werden. Um die Streuung auf längere Sicht zu erhalten, muß durch Kurspflege eine möglichst stete Entwicklung gesichert werden, damit spekulative Anreize entfallen.

III. Die Verteilung des Aktienbesitzes in den Vereinigten Staaten.

Das Aktienwesen in den USA kann hier selbstverständlich nicht in allen seinen Zügen und mit allen Einzelheiten dargestellt werden. Es werden lediglich die Charakteristika hervorgehoben, aus denen sich wichtige Folgerungen für unser Untersuchungsobjekt - die Volksaktie in Deutschland - ziehen lassen.

Auch in den USA ist man sich der Bedeutung einer breiten Streuung des Aktienbesitzes bewußt. So sagt zum Beispiel auch Kimmel in der Einführung zu seiner Studie über den Aktienbesitz in den USA, breitgestreutes Eigentum am Erwerbsvermögen sei der Schlüssel zu wirtschaftlicher Stabilität. Wer dieser Meinung sei, so fährt Kimmel fort, glaube,

1) Richard Kerschagl, Probleme des Marktes für langfristige Geldanlagen, in: Österreichisches Bank-Archiv, Wien, Heft II 1958, Seite 36 f.

daß ein Wachsen der Zahl von Aktionären einerseits das marktwirtschaftliche System festigen und andererseits der übermäßigen Expansion des öffentlichen Sektors Einhalt gebieten werde.¹⁾

Auch die Bedeutung des Aktienbesitzes für die Wirtschaftsgesinnung des einzelnen wird betont. Wer sich an Unternehmernkapital beteilige, der werde durch seine direkte Anteilnahme ein besseres Verständnis für den Wirtschaftsablauf entwickeln.²⁾

Schärfer und genauer werden diese Argumente von Grodinsky ausgesprochen. Er vergleicht Aktien und festverzinsliche Papiere und führt sodann aus: Anlage in Aktien ist schwieriger als Anlage in Schuldverschreibungen. Der Aktien-Investor muß sich mit dem Wesen der Unternehmensführung vertraut machen. Er muß genügend von Buchhaltung und Finanzierung verstehen, um Bilanzen analysieren zu können. Er muß sich neue Vorstellungen über die Beziehungen zwischen Staat und Wirtschaft zu eigen machen. Er muß die Feinheiten der Kursbildung beherrschen und die Abhängigkeit der Kurse von der Ertragskraft.³⁾

Der Kleinsparer wird auch in den USA weit davon entfernt sein, hinsichtlich seines wirtschaftlichen Verständnisses den von Grodinsky formulierten Optimalforderungen zu entsprechen. Aber der einzel- und gesamtwirtschaftliche Nutzen einer weiten Streuung des Aktienbesitzes ist in den USA offenbar doch im Bewußtsein sehr viel breiterer Kreise verankert als etwa in Deutschland. Denn es hat nie eines Gesetzes oder einer staatlich geförderten Aktion bedurft, um relativ große Teile der Bevölkerung zum Aktienerwerb

1) Lewis H. Kimmel, Share Ownership in the United States, Washington 1952, Seite 1 (Anmerkung: Die Ausführungen Kimmels werden hier und im folgenden, soweit vermerkt, in freier Übersetzung des Verfassers wiedergegeben. Die Zahlenangaben sind Tabellen entnommen.)

2) derselbe, a.a.O.

3) Julius Grodinsky, Investments, New York 1953, Seite 550 (in freier Übersetzung des Verfassers)

zu ermuntern. So sind zum Beispiel in einem Zeitraum von nur fünf Jahren über zwei Millionen Amerikaner neuerdings Aktionäre geworden.¹⁾

Der folgenden Darstellung von Einzelheiten des Aktienwesens in den USA liegen die 1952 veröffentlichten Ermittlungen Kimmels zu Grunde. Sie beruhen zwar auf Untersuchungen in den Jahren 1951/52, sind aber heute noch äußerst aufschlußreich. Auch liegt eine ähnlich gründliche Untersuchung und gewissenhafte Analyse des gewonnenen Zahlenmaterials neueren Datums nicht vor.

Die Untersuchung erstreckte sich zum einen auf die Zahl der Aktienbeteiligungen,²⁾ zum anderen auf die Zahl der Aktionäre.³⁾ Da viele Aktionäre zugleich an mehreren Unternehmen durch Aktien beteiligt sind, bestanden 1951 bei einer Zahl von 6.490.000 Aktionären⁴⁾ über 30 Millionen Beteiligungen.⁵⁾ Daraus ergibt sich, daß der amerikanische Aktionär im Durchschnitt an vier bis fünf verschiedenen Gesellschaften beteiligt ist. Genauere Angaben hierüber macht Kimmel auf Grund einer umfangreichen Repräsentativ-Befragung. Danach sind 45,8% aller Aktionäre nur an einer Gesellschaft beteiligt und nur etwas über 8% besitzen Aktien von 10 und mehr verschiedenen Gesellschaften. Die Zahl von 6.490.000 Aktionären entspricht 4,2% der Gesamtbevölkerung und 6,4% der Erwachsenen. Demnach war im Jahr 1952 etwa jeder sechzehnte erwachsene Amerikaner Aktienbesitzer.⁶⁾ Im Jahr 1952 standen 3,230.000 Frauen mit Aktienbesitz 3.260.000 Aktionäre männlichen Geschlechts gegenüber. Inzwischen hat sich das Verhältnis

1) George L. Leffler, The Stock Market, New York 1957, macht a.a.O. Seite 6 folgende genauere Angaben: 1951 wurde die Zahl der Aktionäre von Kimmel auf 6.490.000 geschätzt. Die New York Stock Exchange schätzte, daß diese Zahl bis Anfang 1956 auf 8.630.000 gewachsen war.

2) Shareholdings

3) Share Owners

4) Kimmel, a.a.O. Seite 89

5) Kimmel, a.a.O. Seite 79

6) Kimmel, a.a.O. Seite 89

zu Gunsten der Frauen verschoben. Die Zahl der Aktionärinnen wuchs auf 4.455.000 an, die der Aktionäre nur auf 4.175.000.¹⁾ Allerdings besitzen die Männer im Durchschnitt mehr Aktien, so daß ihr Aktienvermögen insgesamt immer noch größer ist als das der Frauen. In den hochindustrialisierten Gebieten und in den Städten ist der Aktienbesitz häufiger als in den agrarwirtschaftlichen Regionen im Westen und Süden der Vereinigten Staaten.²⁾

Von besonderem Interesse ist, wie stark der Aktienerwerb vom Einkommen und vom Bildungsgrad beeinflusst wird. Nur jeder hundertste Amerikaner mit einem Jahreseinkommen von weniger als zweitausend Dollar war 1952 Aktionär. Dieser Einkommensgruppe, die 16.5% der Erwerbstätigen ausmachte, entstammen nur 4,3% aller Aktionäre. Die meisten Aktienbesitzer, über 44%, kamen aus der Einkommensklasse von fünf- bis zehntausend Dollar. In dieser Gruppe ist ungefähr jeder zwölfte Aktienbesitzer.³⁾

Personen mit abgeschlossener Hochschulbildung machen zwar nur 7,3% der Gesamtbevölkerung aus, doch ist von ihnen fast jeder fünfte Aktionär, so daß über 20% aller Aktionäre aus dieser Gruppe stammen.⁴⁾ Man wird jedoch den Einfluß des Bildungsgrades auf den Aktienerwerb nicht überschätzen dürfen. Denn es ist zu bedenken, daß die Ausbildung ja in gewissem Umfang auch die spätere berufliche Stellung und das Einkommen beeinflusst, von welchem sodann zwar nicht die Bereitschaft, aber sehr wohl die Möglichkeit des Aktienerwerbs abhängt.

Da bei der Ausgabe von Volksaktien die Mitarbeiter des emittierenden Unternehmens besonders berücksichtigt wurden oder werden sollen, kann es nicht uninteressant sein,

1) Vergl. Leffler, a.a.O. Seite 7

2) Kimmel, a.a.O. Seite 80 ff.

3) Kimmel, a.a.O. Seite 94 ff.

4) Kimmel, a.a.O. Seite 93 f.

inwieweit in den USA Aktien im Besitz der jeweiligen Belegschaftsmitglieder sind. Genaue Angaben hierüber sind der folgenden Tabelle zu entnehmen.

Zahl der Belegschaftsaktionäre¹⁾

Gewerbebezweig	Zahl der Belegschafts- aktionäre in Prozent der Branche-Beschäftigten
Industrie	1,4
Versorgungsbetriebe	15,9
Banken, Finanz- und Versicherungsunternehmen	8,6
Dienstleistungsbetriebe ²⁾	6,4
Mineralölgesellschaften	5,8
Verkehrsunternehmen	3,1
Durchschnitt (gewogen)	3,2

Von 24.590.000 Beschäftigten im Jahr 1952 waren 780.000, das entspricht 3,2%, Belegschaftsaktionäre. Die Häufigkeit der Belegschaftsaktionäre dürfte in der Industrie deshalb am geringsten sein, weil dort die Arbeiter am stärksten vertreten sind. In den anderen Zweigen fallen die Angestellten, die allgemein mehr zum Aktienkauf neigen, relativ stärker ins Gewicht.

Sehr aufschlußreich sind schließlich noch die Angaben über die Motive des Aktienerwerbs, die Kimmel auf Grund zahlreicher Einzelbefragungen macht. Sie sind in der folgenden Tabelle übersichtlich zusammengestellt. Es wird dabei für jeden Befragten nur das Hauptmotiv erfaßt. Selbstverständlich können bei vielen Aktionären daneben noch andere Gründe mitgewirkt haben.

- 1) Kimmel, a.a.O. Seite 113 (verkürzt wiedergegeben)
- 2) Professional business service companies. Dazu gehören: Beratungs- und Immobilien-Gesellschaften, Bau- und Ingenieurbüros, Revisionsgesellschaften u.a. (vergl. Kimmel, a.a.O. Seite 102)

Hauptmotive für den Erwerb von Aktien (in Prozent)¹⁾

Motiv	Erwachsene insgesamt	Männer	Frauen
Gewinnerwartung	28	32	24
Dividenden-Einkommen	22	24	21
Vermögensbildung	6	7	5
Interessen am arbeitge- benden Unternehmen	8	13	5
Rat von Banken oder Sachverständigen	10	8	11
Sicherung gegen Inflation	1	2	-
Gestreute Vermögensanlage	-	1	-
Erbschaft oder Schenkung	20	9	30
Sonstige Gründe	5	6	4

Die Übersicht zeigt, daß spekulative Überlegungen das häufigste Motiv für den Aktienerwerb sind, wobei sich Männer von erhofften Kurssteigerungen stärker leiten lassen als Frauen. An zweiter Stelle steht die Erwartung eines zusätzlichen Einkommens aus eigenem Vermögen. Der Erwerb durch Schenkung und Erbschaft kann als Motiv außer Betracht bleiben, da hierbei die Entscheidung nicht vom Erwerber getroffen wird. Die Tatsache, daß nur 6% der Befragten die Vermögensbildung als Motiv angaben, ist vielleicht auch dadurch zu erklären, daß der Aktienerwerb ja bereits die Anlage eines vorhandenen Vermögens bedeutet.

Erstaunlich ist, daß risikopolitische Überlegungen fast gar keine Rolle spielen. Belegschaftaktien schließlich scheinen im Durchschnitt keinen sehr großen Anklang zu finden. Wo der Rat von Banken, Effektenhändlern oder Anwälten den Anstoß gab, ist zu bedenken, daß andere der genannten Gründe zur Einholung dieses Rates geführt haben können.

1) Kimmel, a.a.O. Seite 121

Ein Urteil über die Bedeutung des Aktiensparens in den Vereinigten Staaten wäre kaum möglich, ohne abschließend noch die relative Häufigkeit dieser Sparform mit anderen Vermögensanlagen zu vergleichen. Auch hierfür gibt Kimmel wertvolles Zahlenmaterial, das in der folgenden Tabelle wiedergegeben wird. Die Erhebung bezieht sich hier nicht auf Einzelpersonen, sondern auf Familienhaushalte.¹⁾ Das heißt, wenn zum Beispiel der Mann eine Lebensversicherung abgeschlossen hat, die Frau Aktien besitzt und für die Kinder Sparkonten geführt werden, so tritt diese Familie in allen drei Gruppen auf, ebenso natürlich, wenn die verschiedenen Vermögensanlagen auf den Namen ein und desselben Familienmitgliedes lauten.

Häufigkeit von neun Formen der Vermögensanlage bei Familienhaushalten (50 Millionen Familien = 100%)²⁾

Anlageform	relative Häufigkeit (geschätzt)
Lebensversicherung	82,3
Verzinsliche Bankguthaben	52,8
U.S.Series "E" bonds ³⁾	41,9
Renten- und Pensionsversicherungen	20,9
Freier Aktienbesitz ⁴⁾	9,5
Andere Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand	5,5
Gebundener Aktienbesitz ⁵⁾	4,6
Hypotheken und Hypothekendarlehen	2,7
Private Schuldverschreibungen	1,3

1) Family Spending Units

2) Kimmel, a.a.O. Seite 116

3) U.S.Series "L" bonds sind nicht übertragbare Staatstitel mit einer Laufzeit von 10 Jahren, die nur vom Schatzamt eingelöst werden. Sie werden zum Kurs von 75% ausgegeben und bei Fälligkeit zu pari eingelöst. Die Rendite beträgt somit 2,9%. Bei Rückgabe vor Fälligkeit ist die Rendite geringer; z.B. beträgt der Rückkaufskurs nach 2 Jahren nur 77%. (Vergl. hierzu Grodinsky, a.a.O. Seite 300 ff.)

4) Hier sind nur Aktien erfaßt, die an einer Börse oder im "over-the-counter market" (Freiverkehr) gehandelt werden und keiner Bindung unterliegen. (Publicly owned stocks).

5) Es handelt sich hier um Aktien, die nicht frei gehandelt werden. (Privately held stocks.) Insbesondere sind das Aktien von Familiengesellschaften und vinkulierte Aktien.

45.330.000 Familien, das entspricht 90,7%, haben in einer oder mehreren der genannten Formen Vermögen angelegt. Aber nur knapp jede zehnte Familie besitzt Aktien.

Aus der Studie Kimmels ließen sich noch weitere interessante Einzelheiten über den Aktienbesitz in den USA und seine Bedeutung entnehmen; doch würde ihre Wiedergabe hier zu weit führen. Es ist nunmehr zu fragen, welche Ursachen für die relativ breite Aktienstreuung in den USA maßgebend sind und welche Folgerungen sich aus den amerikanischen Verhältnissen im Hinblick auf den Volksaktienplan in der Bundesrepublik ziehen lassen.

Die Hauptursache für die relativ breite Streuung des Aktienbesitzes in den USA dürfte zweifellos der vergleichsweise hohe allgemeine Wohlstand der Bevölkerung sein. Wenn wir versuchen, daneben noch andere Gründe aufzuspüren, so in dem Bewußtsein, daß wir damit lediglich Vermutungen aussprechen und daß diese Gründe nur ergänzenden Charakter haben.

Ein Blick auf die relative Häufigkeit der einzelnen Sparformen gibt zu der Vermutung Anlaß, daß unter diesen, auch vom einzelnen Sparer her und nicht nur insgesamt betrachtet, eine gewisse Rangfolge besteht. Ein zusätzlicher Anhaltspunkt für diese Annahme ist die Tatsache, daß etwa 54% aller amerikanischen Aktionäre über fünfzig Jahre alt sind.¹⁾ Das läßt mit Sicherheit darauf schließen, daß die Mehrzahl der Sparer zunächst andere Anlageformen bevorzugt und erst dann auch Aktien erwirbt, wenn eine gewisse Vorsorge für das Alter in anderer Form vorhanden ist und wenn ferner bereits liquide Reserven gebildet wurden. Diese Beobachtung verdient nachdrücklich festgehalten zu werden, denn sie enthält einen gesunden Grundsatz; und wir nehmen dies zum Anlaß, die schon früher ausgesprochene These zu wiederholen, daß die Aktie keine Anlage für die ersten ersparten Notgroschen ist und auch nicht als solche propagiert werden sollte.

1) Kimmel, a.a.O. Seite 91

Ob man die Aktie in den USA schlechthin als "Volksaktie" bezeichnen kann, darf mit gutem Grund bezweifelt werden. Unter den Personen, die bei Banken, Finanz- und Versicherungsgesellschaften beschäftigt sind, war 1951 jeder fünfte Aktionär. Unter den Beschäftigten des Baugewerbes gab es zur gleichen Zeit nur 1,8% Aktionäre.¹⁾ Man kann diese eklatante Differenz nicht auf die unterschiedlichen Einkommen allein zurückführen; denn das durchschnittliche Jahreseinkommen im Jahr 1951 wurde für kaufmännische Angestellte und Arbeiter gleichlautend mit 3.920 Dollar angegeben.²⁾ Es mag trotzdem sein, daß ein Bankangestellter etwas mehr verdient als ein Bauarbeiter, aber damit ist keine Differenz in der Höhe zu erklären. Der entscheidende Grund muß wohl die innere Beziehung zur Aktie sein. Wer durch Vorbildung und berufliche Tätigkeit mit dem Aktienwesen vertraut ist, wird sich viel eher zu dieser Vermögensanlage entschließen als ein anderer, dem der Zugang zu komplizierten finanziellen Dingen weitgehend fehlt, weil er nie beruflich damit zu tun hat. Es ist deshalb richtig, wenn von vielen Initiatoren der Volksaktien-Idee gefordert wird, die Popularisierung des Wertpapiers müsse mit einer Aufklärung über das Wesen der Aktie beginnen. Man muß sich aber darüber im klaren sein, daß öffentliche Propaganda und private Werbung eine Sache zwar bekannt machen, jedoch kaum eine innere Beziehung zu ihr schaffen können.

Die weite Verbreitung der Aktie in den USA dürfte auch traditionelle Gründe haben. Die Pionierzeit ist im Bewußtsein vieler Amerikaner noch lebendig und der älteren Generation, die die meisten Aktionäre stellt, ist noch das Goldfieber in Erinnerung. Hohes Risiko und hohe Gewinnaussichten sind dem Amerikaner etwas Vertrautes und machen zu dynamischem Denken geneigt. Es ist darum nicht verwunderlich, wenn 28% der Aktienbesitzer angaben, sie hätten vorwiegend aus spekulativen Überlegungen diese Anlageform gewählt. In Europa, besonders in Deutschland ist ein ganz anderes Ge-

1) Kimmel, a.a.O. Seite 101

2) Massimo Salvadori, Kapitalismus für Alle, Bad Nauheim 1956, Seite 98

schichtsbewußtsein zu Hause. Die dynamische Entwicklung, die es auch hier gab und gibt, wird weniger empfunden als die zahlreichen Diskontinuitäten, die sogenannten Neuanfänge, die die übliche Konsequenz aus einer Katastrophe sind. Über die Kriegsgeschichte weiß man besser Bescheid als über die Wirtschaftsgeschichte. Was ist zum Beispiel in Deutschland noch von der industriellen Revolution und von den Gründerjahren im Bewußtsein verankert? Gewiß nicht viel, und das wenige sind vornehmlich die Schattenseiten, die noch heute den Grund für zahlreiche Ressentiments abgeben.

Schließlich kann man annehmen, daß die Verbreitung der Aktie in den Vereinigten Staaten auch technische Gründe hat, die hier jedoch nicht im einzelnen dargelegt werden können.¹⁾ Wir müssen uns daher auf eine kurze Erwähnung der wesentlichsten Punkte beschränken. Die amerikanischen Aktien werden in den Kursblättern mit Stückkursen notiert; der Kurs gibt also unmittelbar den Preis einer Aktie an. Ferner sind die Kapitalanteile der Gesellschaften sehr klein gestückelt, so daß die einzelne Aktie billig ist. Im Westen der USA gibt es von Bergwerksgesellschaften zum Beispiel sogenannte penny-shares, Kleinaktien mit Nennwerten von ein bis fünf Cent.

Nicht ohne Einfluß dürfte auch sein, daß die amerikanischen Banken vom Wertpapierhandel ausgeschlossen sind. Wer Effekten kaufen will, muß sich an Makler und Effektenhändler wenden.²⁾ Diese Absonderung des Wertpapiergeschäfts schafft bessere Grundlagen für eine erfolgreiche Werbung für das Effektensparen. Wertpapiermakler und -händler werden diese Form der Vermögensanlage vorbehaltlos propagieren; denn sie verdienen an jedem Umsatz ihre Provision oder eine Kursspanne. Andere Einnahmen aus ihrem Gewerbe haben sie nicht.

1) Vergl. hierzu insbesondere Leffler, The Stock Market. Dort wird das amerikanische Aktienwesen in allen Einzelheiten dargestellt.

2) Brokers and dealers

Eine ganz andere Situation ergibt sich, wenn Bankgeschäfte und Wertpapiergeschäfte von den gleichen Instituten ausgeübt werden. Eine Universalbank oder Sparkasse deutscher Prägung befindet sich gegenüber dem Wertpapiersparen häufig in einer Interessenkollision: An Wertpapierumsätzen verdient sie nur einmal eine Provision. Gewinnt sie hingegen den anzulegenden Betrag als langfristige Einlage, so erhöht sich ihr Kreditpotential. Und an Krediten verdient die Bank ständig.¹⁾

Die kurzen Ausführungen über das Aktienwesen in den Vereinigten Staaten müssen für die Volksaktienpläne in der Bundesrepublik ernüchternd wirken. Es konnte gezeigt werden, daß trotz günstiger Voraussetzungen die Aktie in den USA nur in sehr beschränktem Umfang "Volksaktie" ist. Und die Faktoren, die ihre relativ breite Streuung begünstigt haben, lassen sich nicht ohne weiteres übertragen. Am wenigsten der hohe allgemeine Wohlstand, den wir als wichtigsten Faktor kennengelernt haben. Aber auch die traditionellen und historischen Gründe, die den Amerikaner für den Aktienwerb aufgeschlossener machen, können nicht kopiert werden. Lediglich der Organisation des amerikanischen Aktienwesens lassen sich einige Hinweise entnehmen, deren Befolgung zur Popularisierung der Aktie in Deutschland beitragen kann. Insofern ist es zu begrüßen, daß die Volkaktien kleinstückelte und billige Aktien darstellen und ferner, daß bei einem Nennwert von hundert Mark der Börsenkurs zugleich auch den Stückpreis einer Aktie angibt, wodurch wenigstens eine Eigenschaft der Aktie, ihr Marktwert, sinnfällig und auch für den Laien erkennbar wird.

Die Abtrennung des Wertpapierhandels von den in langer Tradition gewachsenen und eingespielten Kreditinstituten dürfte sich nicht verwirklichen lassen, aber es wäre in Erwägung zu ziehen, neben den Banken und Sparkassen auch andere Unternehmen zum Wertpapierhandel zuzulassen. Ferner zeigt das amerikanische Beispiel, daß es erfolversprechender sein kann, wenn die Werbung für das Wertpapiersparen von Insti-

1) Näheres hierzu vergleiche Seite 110 ff.

tationen betrieben wird, die sich nur dem Wertpapiergeschäft widmen, da sie aus Ertragsgründen mehr am Effektengeschäft interessiert sind als Universalbanken, die an anderen Anlageformen mehr verdienen können.

3. Teil: Die Teilprivatisierung der Preußag

I. Die Vorbereitungen zur Teilprivatisierung der Preußag

Nachdem im ersten Teil der Arbeit versucht wurde, in knapper Form die Ziele und die Grundlagen des Volksaktienplanes darzustellen, und im zweiten Teil sodann einige Anregungen für die Gestaltung des Planes anhand ausländischer Beispiele gewonnen wurden, soll nunmehr gezeigt werden, wie weit die Idee der Volksaktie in der Bundesrepublik gediehen und teilweise verwirklicht ist und welche Probleme sich daraus ergeben.

Das erste Objekt der Privatisierung durch Volksaktien wurde nicht, wie zunächst geplant, das Volkswagenwerk, sondern die Preußische Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft. Das hat mehrere, verschiedenartige Gründe. Die ungeklärten Rechtsverhältnisse beim Volkswagenwerk standen einer raschen Privatisierung dieses Unternehmens im Wege. Da nun seit dem Beginn der Propagierung der Volksaktienidee schon fast zwei Jahre verstrichen waren, mußten die Regierung und die parlamentarische Mehrheit der Bundesrepublik bemüht sein, Kleinaktien eines anderen Unternehmens anzubieten und zu sozialen Bedingungen auszugeben, sollte die Volksaktie nicht in den Verdacht geraten, lediglich eine Wahlparole gewesen zu sein, deren Realisierung hinsichtlich des Zeitpunktes und der Art völlig ungewiß war.

Unter den vielen bundeseigenen Unternehmen, die einer Privatisierung durch Volksaktien grundsätzlich fähig sind, standen nach dem Volkswagen-Werk zunächst die Kieler Howaldtswerke AG und die Preußag zur Diskussion. Die Howaldtswerke sind als Werftunternehmen jedoch besonders krisenempfindlich und man sah deshalb vorläufig davon ab, sie in eine Volksaktiengesellschaft zu verwandeln. Bei der Preußag hingegen gab es kaum derartige Schwierigkeiten und Bedenken, und hinzu kam die nicht sehr gut ausgewogene Bilanzstruktur des Unternehmens, die nur durch Zuführung von Eigenkapital behoben werden konnte. Ende 1958 standen einem Anlagevermögen von DM 167 Millionen nur eigene Mittel in Höhe von DM 100 Millionen, davon DM 75 Millionen Grundkapital gegenüber.¹⁾

Die eben dargelegten Gründe waren der Anlaß dafür, daß auf einer außerordentlichen Hauptversammlung der Preußag am 2. Februar 1959 der Beschluß gefaßt wurde, das Grundkapital von DM 75 Millionen um DM 30 Millionen auf DM 105 Millionen zu erhöhen. Alleinaktionärin der Preußag war bislang die Vereinigte Elektrizitäts- und Bergwerks-AG, Hamburg. Die VEBA ist eine Dachgesellschaft, deren Grundkapital zu 100% beim Bund liegt. Außer ihrer Preußag-Beteiligung besitzt sie das Grundkapital der Bergwerksgesellschaft Hibernia zu 100% und ist mit über 83% an der Preußischen Elektrizitäts AG beteiligt.²⁾

Gleichzeitig mit dem Kapitalerhöhungsbeschluß der Preußag verzichtete die VEBA auf ihr gesetzliches Bezugsrecht und schuf somit die weitere Voraussetzung für die erste Teilprivatisierung eines wirtschaftlichen Unternehmens des Bundes durch Volksaktien.

1) Vergl. Das Wertpapier Heft 5 vom 14. Mai 1959,
Seite 273

2) Vergl. Bund der Steuerzahler, a.a.O. Seite 71 ff.

II. Die Zeichnung der Preußag-Aktien und der weitere Verlauf der Emission

Das neugeschaffene Grundkapital der Preußag in Höhe von DM 30 Millionen wurde in 300 000 Aktien im Nominalwert von je DM 100 gestückelt. Die Aktien lauten auf den Inhaber und sind ab 1. April 1959 gewinnanteilsberechtig. Der Gesamtbeitrag der Emission wurde von einem Bankenkonsortium unter gemeinsamer Führung der drei Großbanken zum Kurs von 145 fest übernommen und zum gleichen Kurs dem Publikum angeboten. Die Zeichnungslisten lagen vom 24. bis zum 31. März 1959 bei den Kreditinstituten auf; für die Preußag-Belegschaft dauerte die Zeichnungsfrist bis zum 4. April.

Besonders günstige Bezugsbedingungen galten für die Betriebsangehörigen und Pensionäre der Preußag und ihrer Tochtergesellschaften, insgesamt etwa 34 000 Personen.¹⁾ Ursprünglich wollte man ihnen die Aktien sogar zu pari anbieten und man hoffte, damit DM 4 Millionen Belegschaftsaktien placieren zu können.²⁾ Diese extreme Begünstigung der Belegschaft wurde jedoch wieder verworfen. Stattdessen gab man den Mitarbeitern die Zusicherung, ihre Kaufanträge voll zuzuteilen, auch wenn bei anderen Zeichnern eine scharfe Repartierung vorgenommen werden müßte. Ferner wurden die Bankprovision und die Börsenumsatzsteuer, die beim Kauf der Aktien anfallen, von der Gesellschaft getragen und schließlich hatten die Belegschaftsangehörigen die Möglichkeit, zunächst nur 20% des Kaufpreises zu zahlen und den Rest in zwei gleichen Jahresraten zu entrichten, wobei die Bankzinsen ebenfalls von der Gesellschaft getragen werden. Trotzdem war das Interesse der etwa 22 000 aktiven Belegschaftsmitglieder und der 12 000 Pensionäre nur gering, denn es konnten nur etwa DM 750 000, nach dem Nennwert gerechnet, bei diesem Personenkreis untergebracht werden.³⁾ Damit verfügt die Belegschaft nur über 0,724% der Stimmrechte in der Hauptversammlung. Im Vergleich hierzu

1) Vergl. Süddeutsche Zeitung Nr. 71 vom 24. März 1959, Seite 14

2) Vergl. Handelsblatt Nr. 134 vom 14./15. November 1958, Seite 2

3) Vergl. Handelsblatt Nr. 69 vom 19. Mai 1959, Seite 8

ist es interessant, daß zum Beispiel bei den Farbwerken Bayer Leverkusen bereits 3,14% des Grundkapitals in Händen der Belegschaft sind.¹⁾

Während der Erfolg bei der Zeichnung der Preußag-Aktien bei der Belegschaft also erheblich hinter den Erwartungen zurückblieb, war er beim allgemeinen Publikum außergewöhnlich groß. Aus zahlreichen Pressemeldungen ist zu entnehmen, daß etwa 210 000 Personen Kaufanträge gestellt haben, die sich insgesamt auf etwas über DM 100 Millionen Nennwert belaufen. Dieser Erfolg erstaunt um so mehr, als der Kreis der zeichnungs- und bezugsberechtigten Personen begrenzt war.

Kaufanträge durften nur von deutschen Staatsangehörigen gestellt werden, die, soweit sie der Veranlagung zur Einkommensteuer unterliegen, im Jahr 1957 ein steuerpflichtiges Einkommen von nicht mehr als DM 16 000 hatten. Personen, die nicht zur Einkommensteuer veranlagt werden, waren nur dann kaufberechtigt, wenn ihre Einkommen aus nicht selbständiger Arbeit im Jahr 1958 insgesamt nicht mehr als DM 16 000 betrugen. Die Einkünfte von Ehegatten wurden dabei zusammengerechnet, doch war jeder Ehegatte berechtigt, einen Kaufantrag im zulässigen Höchstbetrag von DM 500 zu stellen. Personen unter 21 Jahren waren nur bezugsberechtigt, soweit sie erwerbstätig sind und im übrigen die genannte Einkommensgrenze nicht überschritten hatten. Juristische Personen waren von der Zeichnung grundsätzlich ausgeschlossen.

Im Kaufantrag, der an die Kreditinstitute zu richten war, mußte der Antragsteller zugleich die Erklärung abgeben, daß er die Aktien für eigene Rechnung erwirbt, den Antrag nicht auf Grund einer Vereinbarung mit Dritten abgibt und bei keinem anderen Kreditinstitut einen Kaufantrag für Preußag-Aktien gestellt hat. Ferner mußte er das für ihn zuständige Finanzamt von der sich aus § 22 der Abgabenord-

1) Vergl. Oskar Klug, Volksaktien und Investmentsparen, in Die Aktiengesellschaft, Heft 4 1959, Seite 103

nung ergebenden Geheimhaltungspflicht entbinden und das Kreditinstitut ermächtigen, beim Finanzamt die Bestätigung einzuholen, daß die Einkünfte des Antragstellers die genannten Höchstbeträge nicht überschreiten. Im Verkaufsangebot der Preußag wurde versichert, daß sich die Nachprüfung durch die Kreditinstitute nur auf die Frage erstrecken werde, ob der Antragsteller die Einkommensgrenze nicht überschritten hat. Auskunft über die genaue Höhe des Einkommens wird nicht verlangt.¹

Angesichts des großen Erfolges der Zeichnungsaktion beschloß das Bundeskabinett am 3. April 1959, zusätzlich zu den DM 30 Millionen Preußag-Aktien, die aus der Kapitalerhöhung stammen, DM 53 Millionen aus dem Vermögen der VEBA zu privatisieren.²⁾ Diese Aktien wurden von dem Konsortium nicht fest übernommen, sondern für Rechnung der VEBA verkauft. Die weitere Privatisierung der Preußag war für einen späteren Zeitpunkt ohnedies geplant. Indem man die starke Überzeichnung der Emission zum Anlaß nahm, diese Maßnahme sofort durchzuführen, vermied man es, viele Volksaktien-Aspiranten durch eine sehr scharfe Re-partierung, die andernfalls notwendig gewesen wäre, zu enttäuschen.

Auf Grund dieses Beschlusses verbleiben der VEBA, also indirekt dem Bund, nurmehr DM 22 Millionen Aktien, das entspricht 20,95% des Grundkapitals. Um bei dem freien Aktienbesitz von insgesamt DM 83 Millionen Konzentrationen zu unterbinden, die sich im weiteren Verlauf durch Aufkäufe größeren Stils an der Börse ergeben könnten, wurde in die Satzung der Preußag die Bestimmung aufgenommen, daß jeder Aktionär höchstens für ein Tausendstel des Grundkapitals, also für DM 105 000, Stimmen in der Hauptversammlung abgeben kann. Sollte ein Aktionär, zum Beispiel aus Rendite-Überlegungen, mehr Aktien erworben haben, so ruhen die Stimmrechte aus den Aktien, die über den Betrag von DM 105 000 hinausgehen. Außer dieser Stimmrechtsbeschränkung wurde in der Satzung bestimmt, daß der Bund, unabhängig von der Höhe seiner Kapitalbeteiligung, vier

-
- 1) Vergl. Bezugsangebot der Preußischen Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft, Seite 10
 - 2) Vergl. Süddeutsche Zeitung Nr. 81 vom 4./5. April 1959, Seite 2

von insgesamt einundzwanzig Aufsichtsratsitzen besetzt.¹⁾ Der Bildung von Aktienpaketen soll auch die Verpflichtung der fünfzig am Konsortium beteiligten Banken entgegenwirken, innerhalb eines Zeitraumes von fünf Jahren weder für eigene noch für fremde Rechnung Aufkäufe zu tätigen.²⁾

Wie bereits erwähnt wurde, wurden die Preußag-Aktien zum Kurs von 145 angeboten. Der Preis für eine Aktie im Nennwert von DM 100 ergibt sich aus dem Ausgabekurs, zuzüglich der Bankprovision und der Börsenumsatzsteuer. Die Provision beträgt 0,8% vom Kurswert, mindestens DM 2.--. Die Börsenumsatzsteuer muß erhoben werden, da die gesamte Emission von dem Bankenkonsortium fest übernommen wurde und von den Kreditinstituten für eigene Rechnung vertrieben wird. Die Käufer dieser Aktien sind also nicht Ersterwerber im Sinne des § 20 des Kapitalverkehrsteuergesetzes.³⁾ Die Börsenumsatzsteuer beträgt nach § 22 KVStG für Aktien bei Kundengeschäften 22,5 Pfennige für jede angefangene 100 Deutsche Mark. Der Betrag ist jeweils auf volle 10 Pfennige aufzurunden.

Für die Anschaffung einer Preußag-Aktie ist demnach zu entrichten:

Kurswert der Aktie	DM 145.--
Provision	DM 2.--
Börsenumsatzsteuer	DM -50
	DM 147.50
	=====

Wer bis zu vier Preußag-Aktien gezeichnet hatte, kann auf Grund des Kabinettsbeschlusses über die weitere Privatisierung von DM 53 Millionen Grundkapital, volle Zuteilung erhalten. Lediglich die Aufträge, die über nominal DM 500 lauten, müssen repartiert werden. Sie werden ebenfalls mit nominal DM 400 bedient. Da nun sehr viele

1) Vergl. Oskar Klug, a.a.O. Seite 102

2) Vergl. Oskar Klug, Volksaktien und Investmentsparen, in Die Aktiengesellschaft, Heft 3 1959, Seite 66

3) Vergl. hierzu Herbert Brönner, Kapitalverkehrsteuergesetz, Kommentar, Köln 1956, Anmerkung I zu § 20 KVStG in der Fassung vom 22. September 1955 (BGBl.I S.590),

Aufträge über DM 500 und DM 400 gelautet haben, soll noch die Abrechnung für DM 400 dargestellt werden, da sie am häufigsten vorkommen wird.

4 Preußag-Aktien zum Nennwert
von DM 100

Bezugskurs 145	DM 580.--
Provision 0,8% aus DM 580.--	DM 4,64
Börsenumsatzsteuer	DM 1.40
	DM 586.04
	=====

III. Preußag-Aktien und Spar-Prämiengesetz

Während das Kapitalverkehrsteuergesetz an den Tatbestand des Ersterwerbs sehr strenge Maßstäbe anlegt und diesen nur dann für gegeben erachtet, wenn der Erwerber die Aktie unmittelbar vom Emittenten bezieht, wobei Kreditinstitute nur als Kommissionäre, nicht aber als Übernehmer und Weiterveräußerer der Emission eingeschaltet sein dürfen, ist bei der Anwendung des neuen Spar-Prämiengesetzes vom 5. Mai 1959¹⁾ zwischen mittelbarem und unmittelbarem Ersterwerb zu unterscheiden. Daraus ergibt sich eine äußerst verworrene Situation, die einer näheren Betrachtung unterzogen werden muß.

Das Spar-Prämiengesetz bestimmt in § 1 Abs. 1, daß unbeschränkt einkommensteuerverpflichtige Personen für Sparbeiträge, die auf fünf Jahre festgelegt werden und die nicht nach dem Wohnungsbau-Prämiengesetz begünstigt sind, eine Prämie erhalten können. Nach § 1 Abs. 2 gelten als Sparbeiträge in diesem Sinne unter anderem die Aufwendungen für den Ersterwerb von Aktien.

Wir haben zunächst nochmals festzuhalten, daß im Sinne des Kapitalverkehrsteuergesetzes die Preußag-Aktionäre keinesfalls Ersterwerber sind. Die Frage, ob im Sinne des

1) Gesetz über die Gewährung von Prämien für Sparleistungen (Spar-Prämiengesetz) vom 5. Mai 1959 (BGBl. I Seite 241)

Spar-Prämien-gesetzes ein Ersterwerb anerkannt werden kann, ist nicht einheitlich und auch noch nicht endgültig zu beantworten. Es ist zunächst zu unterscheiden zwischen denjenigen Aktien, die aus dem Vermögen der VEBA stammen, und denjenigen, die aus der Kapitalerhöhung hervorgehen.

Soweit die Zuteilung der gezeichneten Beträge aus dem Bestand der VEBA vorgenommen wird, liegt keinesfalls ein Ersterwerb, auch kein mittelbarer, vor. Die Bezieher dieser Aktien werden für ihre Aufwendungen für die Anschaffung der Papiere also keine Spar-Prämie beanspruchen können, falls sich der Gesetzgeber nicht entschließt, im Rahmen einer Durchführungsverordnung oder durch eine Änderungs-novelle zum Spar-Prämien-gesetz den Bezug von Aktien aus dem VEBA-Vermögen einem Ersterwerb gleichzustellen.

Aus einem "Rundbrief an die künftigen Preußag-Aktionäre", der im April 1959 von den Konsortialbanken verschickt wurde, sowie aus zahlreichen Pressemeldungen¹⁾ ist zu entnehmen, daß die Anschaffung derjenigen Aktien, die aus der Kapitalerhöhung stammen, als Ersterwerb gelten soll. Durch zwei Kommentare aus der Feder von Beamten des Bundesfinanzministeriums ergeben sich jedoch gewisse Zweifel an dieser Hoffnung. Wilde schreibt zur Frage des Ersterwerbs: "Er kann unmittelbarer oder mittelbarer Art sein. Ein unmittelbarer Ersterwerb ist gegeben, wenn der Prämiensparer das Wertpapier unmittelbar von dem Emittenten erwirbt, ein mittelbarer, wenn zwischen Emittenten und dem Prämiensparer Erwerber für fremde Rechnung (z.B. Geld- und Kreditinstitute) stehen."²⁾ Sinngemäß gleich ist die Erläuterung von Gérard zum Begriff des mittelbaren Ersterwerbs: "Ein mittelbarer Ersterwerb liegt vor, wenn der Prämiensparer von einem Kreditinstitut, das seinerseits für Rechnung des Prämiensparers vom Emissionsinstitut erworben hat, erwirbt."³⁾

1) Vergl. hierzu u.a. Der Volkswirt Nr. 15 vom 11. April 1959, Seite 635 f.

2) R. Wilde, Gewährung von Prämien für Sparleistungen, in der Betrieb, Heft 17 vom 29. April 1959, Seite 468

3) Willy Gerard, Das Spar-Prämien-gesetz, ein neuer Weg zur Vermögensbildung, Seite 9, herausgegeben von der Commerzbank AG, o.J.

Diesen beiden Kommentaren zu Folge käme kaum ein Wertpapier als prämiengünstige Anlage in Frage. Denn es ist heute üblich, daß die auszugebenden Effekten, wie bei der Preußag, von dem Emissionskonsortium fest übernommen und für eigene Rechnung weiterveräußert werden. Man kann dieses Emissionsverfahren keinesfalls so deuten, als würde die Übernahme durch die Konsortialbanken für Rechnung der Zeichner erfolgen. Hingegen erscheint es zulässig, die Publikums Käufer der Aktien auch bei diesem Emissionsverfahren als mittelbare Ersterwerber anzusehen, weil die Übernahme durch die Kreditinstitute nur vorläufigen Charakter trägt und nicht als Anlage von Mitteln der Bank gedacht, sondern vorwiegend technisch bedingt ist. Und die Tatsache, daß vom Bundesfinanzministerium Ermittlungen darüber angestellt wurden, wie viele der Preußag-Zeichner ihre Aktien auf fünf Jahre festlegen wollen, um so in den Genuß der Spar-Prämie zu kommen, läßt darauf schließen, daß man tatsächlich die Bezieher derjenigen Preußag-Aktien, die aus der Kapitalerhöhung stammen, als Ersterwerber gelten lassen will.¹⁾

Die dargelegten Tatbestände und ihre sich aus der formalistischen Auslegung des Gesetzestextes ergebenden Folgen werden den Käufern der Preußag-Aktien nur schwer verständlich zu machen sein. Die Aktien sind sich, ob sie nun aus dem Bestand der VEBA oder aus der Kapitalerhöhung stammen, in jeder Weise völlig gleich, was auch von den Banken in dem erwähnten Rundbrief eigens betont wird. Wer jedoch Aktien aus der Kapitalerhöhung erhält, kann eine Prämie in Höhe von 20%, also DM 29.-- beanspruchen, bekommt im Endeffekt die Aktie also wesentlich billiger als ein anderer, dem Aktien aus dem VEBA-Vermögen zugeteilt werden. Um eine Gleichbehandlung der künftigen Preußag-Aktionäre zu ermöglichen, wäre nun unter Umständen eine nochmalige Repartierung der Aktien nötig, wobei die Zeichner einen Teil ihrer Zuteilung aus dem VEBA-Bestand erhalten müßten. Es hat jedoch den Anschein, als könnte diese wenig erfreuliche Maßnahme, die auch mit erheblicher Arbeit für die Kreditinstitute verbunden wäre, vermieden werden.

1) Vergl. Seite 58

Die mit dem erwähnten Rundschreiben der Konsortialbanken verbundene Umfrage bei den Zeichnern brachte das vorläufige Ergebnis, daß nur für insgesamt knapp DM 30 Millionen Aktien die Festlegung zum Zweck der Prämienbegünstigung gewünscht wird.¹⁾ Wenn sich an diesem Ergebnis nichts mehr ändert, ist es also möglich, die Prämien-Sparer mit Aktien aus der Neuemission zu beliefern, die übrigen Zeichner mit Papieren aus dem VEBA-Vermögen.

Es ergibt sich in diesem Zusammenhang die grundsätzliche Frage, warum nur der Ersterwerb von Wertpapieren unter die Begünstigung des Spar-Prämiengesetzes fallen soll. In der Begründung zu dem ersten Entwurf eines Spar-Prämiengesetzes, der dem Bundestag unter dem Datum vom 7. März 1958 vorgelegt wurde,²⁾ heißt es hierzu: "Unter dem Gesichtspunkt einer Begünstigung der Bildung von neuem Kapital durch Konsumverzicht läßt es sich nicht vertreten, jeden Erwerb zu begünstigen. Diesem Gedanken kann nur durch eine Beschränkung der Begünstigung auf den Ersterwerb von Wertpapieren Rechnung getragen werden."

Diese Argumentation vermag nicht ganz zu überzeugen. Es ist keineswegs sicher, daß im Ersterwerb von Wertpapieren eine Neubildung von Kapital Ausdruck findet. Die Kapitalbildung kann vielmehr schon vorher in anderer Weise erfolgt sein, zum Beispiel durch Einzahlung auf ein Sparkonto. Die Anschaffung der neu emittierten Effekten stellt dann lediglich eine Verlagerung bereits vorhandenen Kapitals dar. Umgekehrt kann aber auch eine effektive Neubildung von Kapital vorliegen, wenn bereits früher emittierte Effekten erworben werden, nämlich dann, wenn der Veräußerer des Wertpapiers seinen Erlös nicht dem Konsum zuführt, sondern anderweitig investiert, und wenn der Erwerber den Kaufpreis aus seinem laufenden Einkommen bestreitet.

1) Vergl. Handelsblatt Nr. 69 vom 19. Mai 1959, Seite 8

2) Vergl. Deutscher Bundestag, 3. Wahlperiode, Drucksache 263

IV. Beurteilung des Erfolges der Teilprivatisierung der Preußag

Wenn abschließend zu diesem Kapitel versucht werden soll, ein Urteil über die Teilprivatisierung der Preußag zu bilden, so wird am Zweckmäßigsten von der Frage ausgegangen, inwieweit die Aktion zur Verwirklichung der grundsätzlichen Ziele des Volksaktienplanes beigetragen hat.

Zunächst kann festgestellt werden, daß im Zeitpunkt der Emission eine breite Streuung der Preußag-Aktien erreicht worden ist. DM 83 Millionen Aktienkapital verteilen sich auf 210 000 Aktionäre, das heißt im Durchschnitt ist jeder Aktionär mit nominal DM 400 an der Gesellschaft beteiligt. Interessant ist in diesem Zusammenhang, wie die einzelnen Bevölkerungsgruppen zu dem Zeichnungsergebnis von insgesamt DM 100,09 Millionen DM beigetragen haben, was aus der folgenden Tabelle zu entnehmen ist.

Kaufanträge für Preußag-Aktien in Nominalwerten¹⁾

<u>Zeichner</u>	<u>Betrag in Millionen DM</u>
Beamte	8,16
Angestellte	28,77
Arbeiter	4,89
Selbständige Gewerbetreibende	7,81
Freie Berufe	12,71
Pensionäre	10,28
Frauen ohne Berufsangabe	26,72
Arbeitnehmer der Preußag	0,75
insgesamt	100,09

Die absoluten Werte geben, da der Gesamtbetrag fast genau DM 100 Millionen ausmacht, zugleich die relativen Anteile der einzelnen Gruppen an. Auch diese Übersicht bestätigt

1) Zahlenangaben nach Handelsblatt Nr. 69 vom 19. Mai 1959,
Seite 8

wieder, daß die Arbeiterschaft der Aktie nur geringes Interesse entgegenbringt, was noch viel deutlicher hervortritt, wenn man bedenkt, daß diese Bevölkerungsgruppe zahlenmäßig weit größer ist, als etwa die Gruppe freie Berufe.

Man kann davon ausgehen, daß nicht wenige der neuen Preußag-Aktionäre bereits andere Aktien besitzen und daß somit nur ein Teil der Zeichner erstmals bei dieser Aktion Aktien erworben hat. Insgesamt betrachtet kann die Teilprivatisierung der Preußag daher nur in bescheidenem Umfang zu einer breiteren Streuung des Aktienbesitzes beigetragen haben. Mit dieser Feststellung soll jedoch der Erfolg der Preußag-Aktion nicht in Zweifel gezogen werden, denn es ist selbstverständlich, daß die Emission von DM 83 Millionen Aktien, trotz breitester Streuung, in bezug auf den gesamten Aktienbesitz von vielen Milliarden DM kaum eine merkliche Änderung bringen kann.

Zu einer wesentlich besseren Beurteilungsgrundlage kommt man, wenn man die Streuung der Preußag-Aktien mit den Verhältnissen bei anderen Gesellschaften vergleicht. Nach den neuesten Ermittlungen des Statistischen Bundesamtes, die sich auf den Stand von Ende 1958 beziehen und 2 734 Aktiengesellschaften mit einem Grundkapital von insgesamt DM 27,3 Milliarden erfassen, entfallen nur 31,6%, das entspricht DM 8,6 Millionen, auf nicht gebundenen Aktienbesitz. Der tatsächliche Streubesitz wird jedoch nur auf DM 5,7 Milliarden geschätzt.¹⁾ Während sich also im Durchschnitt der hier erfaßten Gesellschaften nur etwa 21% des Grundkapitals in Streubesitz befinden, sind es bei der Preußag 79%. Diese Tatsache ist zwar einerseits positiv zu werten, gibt jedoch andererseits auch zu Bedenken Anlaß. Bei anderen Gesellschaften, die keine ausgesprochenen Großaktionäre besitzen, wie etwa die Siemens & Halske AG, die Großbanken und die Farbwerke Bayer, bedeutet Streubesitz der Aktien, daß eine Normalverteilung

1) Vergl. Der Volkswirt Nr. 11 vom 14 März 1959, Seite 446

vorliegt. Es gibt unter den Aktionären Kleinsparer, Angehörige des Mittelstandes und sehr vermögende Leute. Bei der Preußag hingegen entstammen alle privaten Aktionäre derselben Einkommensgruppe.¹⁾

Unserer Meinung nach muß auf die Dauer ein Zustand angestrebt werden, in dem insgesamt der Streubesitz größer ist, wobei aber bei allen Gesellschaften Aktionäre aus allen Kreisen der Bevölkerung im Sinne einer organischen Normalverteilung beteiligt sein sollten und nicht einzelne Unternehmen existieren, die im Gegensatz zu allen übrigen, ausschließlich von Kleinsparern getragen werden.

Eine weitere Frage ist, ob die breite Streuung, die im Zeitpunkt der Emission durch die Bezugsbedingungen gewährleistet wurde, auf die Dauer erhalten bleiben wird. Für die Beantwortung dieser Frage gibt es gewisse Anhaltspunkte: Nominal DM 30 Millionen werden in den nächsten Jahren nicht den Besitzer wechseln, da sie nach dem Spar-Prämien-gesetz festgelegt werden sollen. Ferner wird die Nachfrage nach Preußag-Aktien dadurch gebremst, daß wegen der satzungsmäßigen Stimmrechtsbeschränkung keine Großinteressenten auftreten werden. Dennoch werden vielleicht nicht wenige Preußag-Aktien nach ihrer Börseneinführung den Besitzer wechseln. Es wird vielfach vermutet, daß viele die Aktien nur erworben haben, weil "... von Bonn aus in den Tagen vor der Emission allerlei Taxen ins Publikum lanciert worden waren, die dem Emissionskurs von 145% einen späteren Börsenkurs von 170 bis 175% gegenübergestellt hätten; ... Viele Zeichner sollen bei den Banken und Sparkassen zusammen mit dem Kaufauftrag sogleich auch limitierte Verkaufsorders aufgegeben haben, ..."²⁾

Aber selbst wenn es bei den Preußag-Aktien alsbald zu spekulativen Transaktionen kommen sollte, wird wegen der zuvor genannten Gründe keine nennenswerte Konzentration des

1) Vergl. hierzu auch Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Heft 9 vom 1. Mai 1959, Seite 354

2) Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Heft 8 vom 15. April 1959, Seite 304

Aktienbesitzes eintreten und eine relativ breite Streuung dürfte somit auch auf längere Sicht gewährleistet sein.

Eine andere Frage ist es, ob es zu einem Kurssprung auf 170% kommen wird. Aus dem Jahresabschluß der Preußag für 1958 kann man hierfür keine Anhaltspunkte gewinnen. "Die Bilanzstruktur der Preußag ist zu sehr in Bewegung, um richtig beurteilt werden zu können. Die Verwaltung selbst betont, daß der sich aus dem Status per 31. 12. 1958 ergebende Kapitalaufbau ein Übergangsstadium darstellt."¹⁾

Einen Anhaltspunkt bietet lediglich die Ankündigung der Verwaltung, man werde auch für 1959 wieder mindestens 7% Dividende verteilen.²⁾ Bezogen auf den Ausgabekurs von 145 bedeutet das eine Rendite von 4,83%. Bei einem Kurs von 170 würde die Rendite immer noch 4,1% betragen, also über der durchschnittlichen Aktienrendite liegen, die für April 1959 3,3% beträgt.³⁾

Im Hinblick auf die soeben angestellte Überlegung wird man zugleich sagen können, daß die Preußag-Aktie eine gute Anlagemöglichkeit für den Kleinsparer darstellt, zumal ein gewisser Nachteil, den das Wertpapiersparen bisher gegenüber anderen Sparformen hatte, jetzt teilweise beseitigt worden ist: Gemeint ist der Umstand, daß von allen Ausschüttungen auf Wertpapiere, soweit sie einkommensteuerpflichtig waren, bisher 25% Kapitalertragsteuer einbehalten wurden. Wer einem geringeren Steuersatz unterlag oder mit seinen sonstigen Einkünften unter der Freigrenze von DM 800.-- blieb, mußte die teilweise oder vollständige Rückerstattung der Kapitalertragsteuer beantragen, wozu eigens eine Veranlagung zur Einkommensteuer erforderlich war. Für Lohnsteuerpflichtige wird

1) Das Wertpapier Heft 5 vom 14. Mai 1959, Seite 273

2) Vergl. Süddeutsche Zeitung Nr. 71 vom 24. März 1959, Seite 14

3) Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 1959, Seite 15

das Verfahren nunmehr vereinfacht. Falls ihre Nebeneinkünfte DM 800.-- nicht übersteigen, können sie sich hierüber eine Bescheinigung vom Finanzamt erteilen lassen. Gegen diese Bescheinigung erhalten sie sodann von den Kreditinstituten ihre Dividenden sofort in voller Höhe ausbezahlt.¹⁾ Die Kreditinstitute werden dadurch zwar mit erheblicher Mehrarbeit belastet, aber für manche Aktionäre und besonders für sehr viele Preußag- und andere künftige Volksaktionäre bedeutet diese Maßnahme eine erhebliche Vereinfachung.

Besonders groß war der Erfolg des Verkaufs von Preußag-Aktien, soweit er die Privatisierung wirtschaftlichen Vermögens der öffentlichen Hand zum Ziel hatte. Während der Bund ursprünglich nur den aus der Kapitalerhöhung stammenden Betrag privatisieren wollte, konnte er auf Grund des guten Zeichnungserfolges weitere DM 53 Millionen Aktien beim Publikum unterbringen. Wenn nach der Börseneinführung eine starke Nachfrage nach Preußag-Aktien einsetzen sollte, wird der Bund aus dem verbliebenen Bestand der VEBA weitere Aktien verkaufen können, was schon im Hinblick auf die Kurspflege wünschenswert wäre, da ein allzu kräftiger Kursanstieg nur zu spekulativen Verkäufen Anlaß geben und die breite Streuung auf die Dauer gefährden würde. Sollten jedoch alsbald viele Preußag-Aktien angeboten werden, so wird der Bund diese, ebenfalls aus Gründen der Kurspflege, selbst kaufen müssen, da im Fall der Preußag weder ein Großaktionär noch eine Bank die Kurspflege übernehmen kann, da den Konsortialbanken, wie bereits erwähnt, Aufkäufe dieser Aktien nicht gestattet sind.

Insgesamt kann die Teilprivatisierung der Preußag als ein geglückter Start des Volksaktienplanes in der Bundesrepublik bezeichnet werden und es war sicherlich kein Nachteil, daß mit einem kleineren Objekt als dem Volkswagenwerk begonnen worden ist.

1) Vergl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 10 vom 15. Mai 1959, Seite 406

4. Teil: Die Privatisierung des Volkswagenwerkes

I. Vorbemerkung

Als erstes Objekt aus dem Bundesvermögen, also noch vor der Preußag, sollte ursprünglich das Volkswagenwerk durch Ausgabe von Volksaktien privatisiert werden. Dieser Plan wurde, angeregt durch das österreichische Beispiel, erstmals auf dem Parteitag der CDU in Hamburg am 14. Mai 1957 von Bundeswirtschaftsminister Erhard vorgetragen. Die Idee nahm schon sehr rasch konkretere Formen an. Bereits am 22. Mai wurde von Abgeordneten der CDU/CSU und der DP der "Entwurf eines Gesetzes über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung und die Überführung der Anteilsrechte in private Hand"¹⁾ dem 2. Bundestag als Bundestagsdrucksache Nr. 3534 vorgelegt. In der 2. Legislaturperiode kam es nicht mehr zu einer Verabschiedung des Gesetzes. Eine um so größere Rolle spielte die Volksaktien-Idee aber im Wahlkampf für die Bundestagswahlen des Jahres 1957.

Auch in der Regierungserklärung des Bundeskanzlers vom 29. Oktober 1957 wurde wieder "... die Einführung der Volksaktie, die sich nicht etwa nur auf Betriebe, die dem Bund gehören, erstrecken soll, ..." ²⁾ erwähnt. Schließlich wurde der genannte Entwurf von Abgeordneten der CDU/CSU-Fraktion in der dritten Wahlperiode dem Bundestag erneut vorgelegt ³⁾ und am 22. Januar 1958 in erster Lesung behandelt.

Auf Grund der zahlreichen Kritik und der Erfahrungen bei der Teilprivatisierung der Preußag dürfte der Entwurf noch zahlreichen Änderungen unterworfen werden. Indessen liegt eine geänderte Fassung bis heute noch nicht vor. Deshalb muß der als Bundestagsdrucksache Nr. 102 vorliegende Entwurf als Grundlage für die folgenden Ausführungen dienen.

1) Im folgenden kurz als E VW-Gesetz bezeichnet.

2) Bulletin der Bundesregierung Nr. 203, Seite 1859 vom 30.10.57, hier zitiert nach Hirche, a.a.O. Seite 20

3) Deutscher Bundestag, 3. Wahlperiode, Drucksache 102

II. Die Rechtsverhältnisse des Volkswagenwerkes

Es würde den Rahmen der Arbeit sprengen, hier die Gründungsgeschichte des Volkswagenwerkes und die sich für die heutige Rechtslage daraus ergebenden Konsequenzen darzustellen. Kurz zu vermerken ist lediglich, daß die Volkswagenwerk GmbH von zwei abhängigen Gesellschaften der Deutschen Arbeitsfront gegründet und nach 1945 zunächst als Eigentum einer nationalsozialistischen Organisation beschlagnahmt wurde. Seit 1953 wird das Werk vom Bundesfinanzministerium treuhänderisch verwaltet. Eine endgültige Klärung der Eigentumsfrage ist noch nicht erfolgt.¹⁾

Um diese Situation zu bereinigen, sieht § 1 E VW-Gesetz folgende Regelung vor: "Die Geschäftsanteile, die der ehemaligen Treuhandgesellschaft für wirtschaftliche Unternehmungen der DAF Gesellschaft mit beschränkter Haftung und der ehemaligen Vermögensverwaltung der DAF Gesellschaft mit beschränkter Haftung an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung zugestanden haben, stehen mit Wirkung vom 24. Mai 1949 der Bundesrepublik Deutschland zu."

Die beiden DAF-Gesellschaften besaßen alle Anteile der VW-GmbH; würde der Bund nun lediglich diese Gesellschaftsanteile, also Vermögenswerte der ehemaligen DAF-Gesellschaften übernehmen, nicht aber auch die Verbindlichkeiten, die noch seitens dieser Gesellschaft bestehen, so wären deren Gläubiger erheblich benachteiligt. Deshalb sieht § 13 E VW-Ges vor, über die Verbindlichkeiten der ehemaligen DAF und ihrer Gesellschaften in einem künftigen Gesetz besondere Regelungen zu treffen.

Für die weitere Betrachtung kann also davon ausgegangen werden, daß die Rechtsverhältnisse des VW-Werkes geklärt sind und das gesamte Stammkapital dem Bund zusteht. Damit wären die Grundlagen gegeben, die VW-GmbH in eine Aktiengesellschaft umzuwandeln und durch Ausgabe von Volksaktien zu pri-

1) Vergl. hierzu Horst Heidermann, Zur Geschichte des Volkswagenwerkes, in Schriftenreihe der Gesellschaft für öffentliche Wirtschaft e.V., Heft 6, Um die Zukunft des Volkswagenwerkes, Berlin 1958, Seite 7 ff. Ferner Hirche, a.a.O. Seite 48 ff.

vatisieren. Wie das nach dem Entwurf im einzelnen geschehen soll, wird in den folgenden Abschnitten genauer betrachtet.

III. Die Umwandlung der VW-GmbH in eine Aktiengesellschaft

Das für die Umwandlung der VW-GmbH in eine Aktiengesellschaft vorgesehene Verfahren ist in § 2 Abs. 1 VW-Ges geregelt. Die Entwurfsbestimmung lautet wie folgt: "Die Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist unverzüglich in eine Aktiengesellschaft umzuwandeln. Das Anlagevermögen der Gesellschaft ist unter Heranziehung eines betriebswirtschaftlichen Gutachtens der Deutschen Revisions- und Treuhand-Aktiengesellschaft neu zu bewerten; die Wertansätze müssen sich in dem Rahmen halten, den das Gutachten für objektiv vertretbar hält."

Es geht hierbei um nichts geringeres, als um die Auflösung der im Anlagevermögen enthaltenen stillen Reserven. Die Schätzungen über deren mutmaßliche Höhe gehen weit auseinander. Da sie im einzelnen nicht nachprüfbar sind, soll nicht weiter auf die Schätzwerte eingegangen werden. Aus verschiedenen Verlautbarungen geht jedoch hervor, daß die Neubewertung der Bilanzansätze so vorgenommen werden soll, daß sich für die VW-Aktiengesellschaft ein Grundkapital von 500 Millionen DM ergibt.¹⁾ Deshalb ist zu untersuchen, ob diese Annahme sich im Rahmen des Möglichen und Vertretbaren hält. Zu diesem Zweck gehen wir von der Bilanz der VW-GmbH zum 31.12.1957 aus. Eine neuere Bilanz liegt zur Zeit noch nicht vor;²⁾ da der Gesetzentwurf aus dem Jahr 1957 datiert, ist es aber auch durchaus gerechtfertigt, die Abschlußzahlen dieses Jahres bei der Untersuchung zu Grunde zu legen.

1) Vergl. hierzu Hirche, a.a.O. Seite 56 ff.

2) Mit der Veröffentlichung des Jahresabschlusses für 1958 ist erst im Juli zu rechnen.

Volkswagen GmbH Bilanz zum 31. Dezember 1957¹⁾
in 1 000 DM)

Aktiva

Grundstücke und Gebäude	225 873	
Einrichtungen	149 412	
Anlagen in Bau	27 112	
Anzahlungen auf Anlagen in Bau	12 088	
Beteiligungen und Wertpapiere	1 600	
Anlagevermögen insgesamt	<u>416 085</u>	416 085
Vorräte	133 672	
Wertpapiere	4 060	
Anzahlungen	3 628	
Langfristige Darlehen	21 453	
Warenforderungen	13 680	
Forderungen an Tochtergesell- schaften	54 231	
Wechsel	12	
Kasse, Banken, Postscheck	97 483	
Sonstige Forderungen	<u>21 927</u>	
	<u>350 146</u>	350 146
<u>Rechnungsabgrenzung</u>		136
Aktiva insgesamt		766 367
=====		=====

Passiva

Stammkapital	60 000
Sonderrücklage	48 000
Rücklage gem. § 7 DMBG	78
LAG-Rücklage	38 500
Freie Rücklage	210 250
Rückstellungen	207 029
Verbindlichkeiten	190 907
Rechnungsabgrenzung	39
Gewinnvortrag	4 147
Jahresgewinn	<u>7 417</u>
Passiva insgesamt	766 367
=====	=====

1) Verkürzt wiedergegeben nach dem Geschäftsbericht der Volkswagenwerk GmbH, Wolfsburg, für das Jahr 1957

Man kann annehmen, daß auch im Umlaufvermögen stille Reserven enthalten sind, denn das Unternehmen erklärt in seinem Geschäftsbericht für 1957, die Vorräte seien wie bisher vorsichtig bewertet.¹⁾ Es ist jedoch nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten richtig, daß der Entwurf dem Unternehmen diese Reserven belassen will. Weniger verständlich ist hingegen, warum bei den Rückstellungen keine Neubewertung in der Umstellungsbilanz erfolgen soll. Die Geschäftsführer geben zu diesem Posten unter anderem folgende Erläuterungen: In den Rückstellungen "... sind wie bisher größere Beträge für Prozeßrisiken, für allgemeine Risiken, die zum Teil mit noch ungeklärten Rechtsverhältnissen aus der Zeit vor dem 8. Mai 1945 zusammenhängen, ..." enthalten.²⁾

Wenn das Volkswagenwerk durch das in § 13 E VW-Ges. erwähnte künftige Gesetz zur Regelung der NS-Verbindlichkeiten von den Ansprüchen der Gläubiger der DAF entlastet wird, müssen auch die Rückstellungen entsprechend korrigiert werden. Nur falls das Ausführungsgesetz zu § 13 E VW-Ges. die Gläubiger der DAF an die VW-Aktiengesellschaft verweist, sind Rückstellungen in der bisherigen Höhe gerechtfertigt. Es soll aber nicht länger bei dieser Frage verweilt, sondern den Entwurfsbestimmungen gefolgt werden. Zunächst ist daher zu untersuchen, wie sich die Bilanz der VW-Gesellschaft nach der Neubewertung des Anlagevermögens gestalten würde.

Die Neubewertung des Anlagevermögens würde bilanziell bedeuten, daß die freie Rücklage einen Zugang in Höhe der aufgelösten stillen Reserven erfährt oder daß ein Umwandlungskonto in entsprechender Höhe gebildet wird. Anschließend soll in der Eröffnungsbilanz der VW-Aktiengesellschaft das Grundkapital unter Verwendung der angesammelten Gewinnanteile sowie unter Auflösung eines Teiles der Rücklagen so festgesetzt werden, daß die verbleibenden Rücklagen mindestens

1) a.a.O. Seite 24

2) a.a.O. Seite 25

ein Viertel, höchstens zwei Fünftel des Grundkapitals betragen.¹⁾ Der Entwurf fährt fort: "In die gesetzliche Rücklage ist mindestens ein Betrag in Höhe von einem Zehntel des Stammkapitals der Gesellschaft einzustellen."²⁾ Den Verfassern des Entwurfs ist hier offenbar eine unrichtige Formulierung unterlaufen. Da der Terminus Stammkapital gebraucht wird, kann an sich nur an die Bilanz der VW-GmbH gedacht sein. Deren Stammkapital beträgt seit ihrer Gründung RM/DM 60 Millionen. Die ungeklärten Rechtsverhältnisse haben eine Anpassung des Stammkapitals an die gewachsene Bilanzsumme verhindert und es gab auch keinen zwingenden Anlaß dafür, da immer nur sehr geringe Gewinne ausgewiesen wurden, die überdies dem Werk als Darlehen vom Bund belassen wurden. Geht man also, dem Wortlaut des Entwurfes entsprechend, von dem aus den erwähnten Gründen relativ geringen Stammkapital aus, so sind der gesetzlichen Rücklage der zu schaffenden AG nur DM 6 Millionen zuzuweisen. Bei einem Grundkapital von DM 500 Millionen erscheint es absurd, und es ist auch nicht einzusehen, warum das Stammkapital der GmbH noch als Bezugsbasis für einen Bilanzposten der Eröffnungsbilanz dienen soll.

In § 2 Abs. 4 sagt der Entwurf, daß auf die Umwandlung im übrigen die §§ 269 bis 276 AktGes Anwendung finden, Nach § 270 Abs. 3 AktGes muß die Umwandlungsbilanz den §§ 129, 131 und 133 AktGes entsprechen; es kann sich also nur um eine AG-Bilanz handeln. § 2 Abs. 2 Satz 2 VW-Gesetz müßte also lauten: In die gesetzliche Rücklage ist mindestens ein Betrag in Höhe von einem Zehntel des Grundkapitals der Gesellschaft einzustellen. Nur so, wenn also bei einem Grundkapital von DM 500 Millionen die gesetzliche Rücklage gleich bei der Umwandlung mit DM 50 Millionen dotiert wird, hat die Bestimmung einen Sinn. Dann nämlich ist die Gesellschaft von der Auflage zu § 130 Abs. 2 Ziff. 1 AktGes entbunden, wonach sie der gesetzlichen Rücklage solange mindestens den zwanzigsten Teil des jährlichen Reingewinns zu-

1) § 2 Abs. 2 Satz 1 VW-Gesetz

2) § 2 Abs. 2 Satz 2 VW-Gesetz

führen muß, bis die gesetzliche Rücklage den zehnten Teil des Grundkapitals erreicht hat. Wird die gesetzliche Rücklage von Anfang an entsprechend bemessen, so sichert das der Gesellschaft volle Dispositionsfreiheit über die Reingewinne, was gerade für ein Unternehmen mit vielen Volksaktionären wichtig sein kann.

Wir gehen davon aus, daß das Grundkapital auf DM 500 Millionen festgesetzt wird, und daß die Rücklagen mit dem Maximalbetrag von insgesamt DM 200 Millionen dotiert werden. Die ausgewiesenen Gewinne werden zuvor der Rücklage zugerechnet. Die Wertansätze des Umlaufvermögens, der Rückstellungen, Verbindlichkeiten und Abgrenzungsposten bleiben unverändert. Der Wert des Anlagevermögens ergibt sich sodann als Differenz der Passiva abzüglich des Umlaufvermögens und der aktiven Rechnungsabgrenzung. Unter diesen Voraussetzungen stellt sich die Eröffnungsbilanz der AG nach der Umwandlung wie folgt dar:

Eröffnungsbilanz
(in 1 000 DM)

Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen	747 693	Grundkapital	500 000
Umlaufvermögen	350 146	gesetzl. Rückl.	50 000
Abgrenzung	136	sonst. Rückl.	150 000
		Rückstellungen	207 029
		Verbindlichk.	190 907
		Abgrenzung	39
1 097 975		1 097 975	
=====			

Zunächst kann festgestellt werden, daß die mit Hilfe der genannten Annahme gefundene Eröffnungsbilanz der VW-Aktiengesellschaft ein gutes Deckungsverhältnis aufweist. Einem Anlagevermögen von DM 750 Millionen stehen eigene Mittel in Höhe von DM 700 Millionen gegenüber.

Der Vergleich mit der Jahresabschlußbilanz zum 31.12.57 zeigt, daß im Anlagevermögen eine Wertaufholung von über DM 330 Millionen stattfinden müßte, um bei den übrigen Annahmen zu einem Grundkapital von DM 500 Millionen zu kommen.

Wir haben daher nun zu untersuchen, ob eine Zuschreibung von DM 330 Millionen zu überhöhten Wertansätzen führen würde, und ob die Gesellschaft auf Grund ihrer Erträge und ihrer Liquidität in der Lage wäre, auf ein Grundkapital von DM 500 Millionen angemessene Dividenden zu zahlen.

Keine dieser Fragen kann mit den Mitteln externer Bilanzkritik exakt und zuverlässig beantwortet werden. Wir müssen uns darauf beschränken, unter sehr vorsichtigen Annahmen lediglich einige Anhaltspunkte zu finden, die uns ein Urteil ermöglichen.

Die für das Anlagevermögen objektiv vertretbaren Wertansätze können nur dann beziffert werden, wenn man die Teilwerte der einzelnen Wirtschaftsgüter kennt oder ermitteln kann. Da uns dieser Weg nicht offen steht, ist zu erwägen, den Ertragswert des gesamten Unternehmens heranzuziehen, um die vorhandenen stillen Reserven aufzudecken. Wir wollen jedoch auch diese Methode nicht anwenden, da die Ermittlung des Ertragswertes auf Grund externer Unterlagen sehr problematisch ist und weil überdies die Frage offen bliebe, inwieweit ein höherer Ertragswert dem Anlagevermögen zuzurechnen wäre, und nur bei diesem soll ja eine Neubewertung vorgenommen werden.

Diese Gegebenheiten machen deutlich, daß wir unsere Untersuchung nicht auf die Frage abstellen können, wie hoch die stillen Reserven im Anlagevermögen des VW-Werkes sind, sondern lediglich darauf, ob mit Sicherheit vermutet werden kann, daß sie mindestens DM 330 Millionen oder mehr betragen.

Ein gewisser Anhaltspunkt für die Frage, ob Zuschreibungen von DM 330 Millionen zulässig erscheinen, kann gewonnen werden, wenn man das laut Bilanz im Anlagevermögen investier-

te Kapital in Beziehung zur Zahl der Beschäftigten setzt und die so gewonnene Größe mit branchenüblichen Werten vergleicht. Man kann damit zwar nicht den Reproduktionswert eines Arbeitsplatzes feststellen und es bleibt ferner die Tatsache außer acht, daß auch gewisse Teile des Umlaufvermögens in die Berechnung einbezogen werden müssen, wenn der Wert eines Arbeitsplatzes ermittelt werden soll. Da hier jedoch lediglich die Frage gestellt ist, ob im Anlagevermögen stille Reserven in der genannten Höhe enthalten sein können, darf die Zahl der Beschäftigten nur in Beziehung zu dieser Bilanzgröße gesetzt werden.

Bei der VW-GmbH waren am 31.12.57 insgesamt 41 290 Arbeiter und Angestellte beschäftigt.¹⁾ Zum gleichen Zeitpunkt waren laut Bilanz DM 416 Millionen im Anlagevermögen investiert, je Arbeitsplatz also etwas über DM 10 000. Stellt man die gleiche Berechnung für andere Unternehmen der gleichen Branche an, so kommt man zu folgenden Werten:

Gegenwarts-Investitionswerte je Arbeitsplatz in der Automobilindustrie²⁾

Ford-Werke AG	DM 18 870.--
Daimler-Benz AG	DM 4 120.--
Adam Opel AG	DM 12 740.--

Die Werte sind so verschieden, daß sie nur geringe Anhaltspunkte für unsere Frage bieten. Man kann mit Sicherheit unterstellen, daß auch bei diesen Unternehmen erhebliche stille Reserven vorhanden sind. Besonders hoch dürften diese bei der Daimler-Benz AG sein, worauf unter anderem der extrem hohe Kurs der Daimler-Aktien hindeutet, selbst wenn man davon ausgeht, daß die Höhe des Kurses nur zum geringeren Teil durch Substanzwert-Überlegungen begründet ist.

1) a.a.O. Seite 19

2) Die Zahlenwerte wurden errechnet anhand der Abschlußziffern per 31.12.57. Quelle: Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften 1958/59, Berlin, Darmstadt, Essen 1958/59, Ford-Werke AG Seite 3720, Daimler-Benz AG Seite 3622, Adam Opel AG Seite 1368.

Wird das Anlagevermögen des VW-Werkes nun entsprechend unserer Annahme mit DM 750 Millionen bewertet, so ergibt sich bei der gleichen Beschäftigtenzahl ein fortgeschriebener Investitionswert je Arbeitsplatz von etwa DM 18 300.--. Man kann annehmen, daß für die Automobilfertigung dieser Wert nicht zu hoch gegriffen ist, worauf insbesondere der Vergleich mit den Ford-Werken hindeutet.

Zur Kontrolle unserer Darlegungen kann noch die folgende Berechnung herangezogen werden: Die VW-GmbH hatte im Jahr 1957 DM 211 Millionen Zugänge im Anlagevermögen. Die Abschreibungen betrugen im gleichen Zeitraum DM 121 Millionen, so daß sich ein Netto-Zugang von DM 90 Millionen ergibt. Unter der gewiß sehr vorsichtigen Annahme, daß der volle Gegenwert der Abschreibungen für Investitionen, die der Betriebserhaltung dienen, erforderlich war, und nur der Netto-Zugang Ausdruck von Betriebserweiterungen ist, kommt man zu einem geschätzten Investitionswert für neu geschaffene Arbeitsplätze von DM 16 000.--. Zur Errechnung dieser Zahl wurde die Zunahme der Beschäftigten im Jahr 1957 (5 618) in Beziehung zu der Netto-Investition gesetzt. Der tatsächliche Kapitalbedarf für die Schaffung eines neuen Arbeitsplatzes dürfte weit höher liegen. Der Wert von DM 16 000.-- kann nur als absolute Untergrenze aufgefaßt werden und unterstützt somit die Annahme, daß eine Wertaufholung in der genannten Höhe kaum zu Überbewertungen führen würde.

Es empfiehlt sich, die Frage noch von einem anderen Ansatzpunkt her zu untersuchen: Wir stellen dabei der in den Geschäftsberichten ausgewiesenen Entwicklung des Anlagevermögens eine Berechnung gegenüber, bei der für Gebäude eine Nutzungsdauer von 25 Jahren, für Einrichtungen eine Nutzungsdauer von 5 Jahren unterstellt wird. Die tatsächliche Nutzungsdauer dürfte in beiden Fällen weit höher liegen, doch werden diese niedrigen Sätze absichtlich gewählt, um die später daraus zu ziehenden Folgerungen mit einem zusätzlichen Sicherheitsfaktor zu versehen. Es ergeben sich also Abschreibungssätze von 4% und 20%.

Wertentwicklung der Baulichkeiten des VW-Werkes
(in Millionen DM) (Netto-Zugang=Zugänge - Abgänge ±
Umbuchungen)

Jahr	Ausgangswert	Netto-Zugang	Abschreibung	Endwert
a) Werte nach den Geschäftsberichten				
1951	40	6	3	43
1952	43	3	3	43
1953	43	24	4	63
1954	63	32	18	77
1955	77	81	28	130
1956	130	70	40	160
1957	160	82	23	<u>a=====219</u>

b) Wertentwicklung bei einer Abschreibung von 4%

1951	40	6	2	44
1952	44	3	2	45
1953	45	24	3	66
1954	66	32	4	94
1955	94	81	7	168
1956	168	70	10	228
1957	228	82	12	<u>b=====298</u>

Differenz b - a = DM 79 Millionen.

Wir kommen zu dem Ergebnis, daß in der Zeit von 1951 bis 1957 bei den Positionen Geschäfts- und Wohngebäude, Fabrikgebäude und andere Baulichkeiten Überabschreibungen von wenigstens DM 79 Millionen vorgenommen wurden.

Die gleiche Berechnung wird nun für die Bilanzpositionen Maschinen und maschinelle Einrichtungen sowie Werkzeuge, Betriebs- und Geschäftsausstattung angestellt.

Wertentwicklung der Einrichtungen des VW-Werkes
(in Millionen DM)

Jahr	Ausgangswert	Netto-Zugang	Abschreibung	Endwert
------	--------------	--------------	--------------	---------

a) Werte nach den Geschäftsberichten

1951	53	31	18	66
1952	66	23	20	69
1953	69	32	28	73
1954	73	52	46	79
1955	79	89	71	97
1956	97	107	84	120
1957	120	126	97	<u>a = 149</u>

b) Wertentwicklung bei einer Abschreibung von 20%

1951	53	31	17	67
1952	67	23	18	72
1953	72	32	22	82
1954	82	52	27	107
1955	107	89	40	156
1956	156	107	53	210
1957	210	126	67	<u>b = 269</u>

Differenz b - a = DM 120 Millionen

Bei den Einrichtungen dürften im genannten Zeitraum demnach stille Reserven von wenigstens DM 120 Millionen gelegt worden sein. In der gleichen Zeit wurden auf Beteiligungen und Wertpapiere des Anlagevermögens rund DM 22 Millionen abgeschrieben. Wir halten demnach folgende Zuschreibungen als Untergrenze für vertretbar:

Überabschreibungen auf Baulichkeiten	DM 79 Millionen
Überabschreibungen auf Einrichtungen	DM 120 Millionen
Abschreibungen auf Beteiligungen	<u>DM 22 Millionen</u>
	<u>DM 221 Millionen</u>

In dieser Summe sind mit großer Sicherheit nicht alle stillen Reserven des VW-Werkes enthalten, da die Annahmen für die Berechnung sehr vorsichtig waren und nur die Jahre seit 1951 erfaßt werden konnten, da für frühere Jahre keine Geschäftsberichte veröffentlicht wurden. Vermutlich würde auch eine Wertaufholung von DM 330 Millionen noch nicht zu Überbewertungen führen. Falls man jedoch diesen Betrag für zu hoch hält, das Grundkapital aber trotzdem auf DM 500 Millionen festsetzen will, so bietet sich die Möglichkeit, gemäß § 2 Abs. 2 E VW-Ges. die Rücklagen nur mit einem Viertel des Grundkapitals, also mit DM 125 Millionen zu dotieren. Es wäre dann bei den Anlagen eine Zuschreibung von nur DM 255 Millionen erforderlich.

Nach den bisherigen Ergebnissen kann auch bei der Untersuchung der Ertrags- und Liquiditätslage von einem Grundkapital von DM 500 Millionen ausgegangen werden. Es ist festzustellen, welcher Betrag für eine angemessene Dividendenzahlung jährlich bereitstehen müßte. Bei dem angenommenen Grundkapital und Rücklagen in Höhe von DM 200 Millionen würde sich für die VW-Aktie ein sogenannter Bilanzkurs von 140% ergeben. Unterstellt man, daß der Ausgabekurs etwas höher, zum Beispiel auf 160% festgelegt wird und daß die Rendite der Aktien 5% betragen soll, so müßten für die Dividendenausschüttung jährlich DM 40 Millionen verfügbar sein, was einem Dividendensatz von 8% entspricht.

Um beurteilen zu können, ob eine derartige Belastung des Unternehmens im Hinblick auf die Ertragslage möglich ist, wird folgende Überlegung angestellt: In den letzten Jahren hätten für die Ausschüttung die Jahresgewinne, Gewinnvorträge, Zuweisungen an die Rücklagen und die Überabschreibungen zur Verfügung gestanden. Die Überabschreibungen werden den vorstehenden Tabellen entnommen. Stellt man die genannten Posten für die einzelnen Jahre zusammen, so ergibt sich folgendes Bild:

Ausschüttungsfähige Erträge der VW-GmbH

in 1 000 DM	1954	1955	1956	1957
Jahresgewinn	4 257	6 272	6 919	7 417
Gewinnvortrag	3 498	2 355	3 227	4 147
Zuweisung an die Rücklagen	19 077	43 937	45 109	83 876
Überabschreibung	33 000	52 000	61 000	41 000
Insgesamt	59 832	104 564	116 255	136 440

Nach Ertragsgesichtspunkten könnte das Volkswagenwerk auf ein Grundkapital von DM 500 Millionen noch weit mehr als 8% Dividende zahlen, selbst wenn weiterhin Überabschreibungen vorgenommen werden, da nach der Umwandlung eine Aufstockung der Rücklagen im seitherigen Umfang nicht mehr erforderlich und angebracht wäre.

Es ist nun lediglich noch die Frage zu klären, ob eine Ausschüttung von jährlich 40 Millionen für das Unternehmen keine zu starke Belastung unter dem Gesichtspunkt der Liquidität bedeuten würde.

Für die Untersuchung bieten sich auch hier wieder verschiedene Methoden an. Den größten Aussagewert hätte eine Berechnung, die von den Einnahmen und den Ausgaben einer bestimmten Periode ausgeht und durch Bildung des Differenzbetrages feststellt, in welcher Höhe die Erlöse nicht durch Zahlungserfordernisse gebunden wurden. Wir wollen versuchen, ob diese Methode bei dem vorhandenen Zahlenmaterial anwendbar ist.

Der Gesamtumsatz der VW-GmbH einschließlich des Umsatzes der im Automobilgeschäft tätigen ausländischen Tochtergesellschaften erreichte nach Aussonderung der konzerninternen Umsätze im Jahre 1957 DM 2 260 311 595.--.¹⁾ Um aus dieser Größe auf die Einnahmen des Unternehmens schließen zu können, wären weitere Angaben erforderlich, die im Geschäftsbericht nicht enthalten sind. So ist insbesondere der Umsatzanteil der Tochtergesellschaften nicht bekannt, außerdem nicht die zeitliche Verschiebung der Zahlungseingänge.

1) Geschäftsbericht für das Jahr 1957, Seite 10

Möglicherweise lassen sich jedoch auf anderem Wege Schlüsse auf die Höhe der Einnahmen und Ausgaben ziehen. Über die Erlösverwendung macht der Geschäftsbericht folgende Angaben:

Verwendung der Erlöse des Jahres 1957¹⁾

Material und sonstige Aufwendungen	63,8%
Löhne, Gehälter und Sozialabgaben	14,9%
Steuern	10,8%
Abschreibungen	6,1%
Rücklagen	4,0%
Gewinn	<u>0,4%</u>
	100%

Über die absolute Höhe dieser Beträge sind der Gewinn- und Verlustrechnung folgende Angaben zu entnehmen:

Aufwendungen im Jahr 1957 (in 100 DM)

Material und sonstige Aufwendungen	(nicht enthalten)
Löhne, Gehälter und Sozialabgaben	273 764
Steuern	180 895
Abschreibungen	126 989
Rücklagen	83 876
Gewinn	7 417

Man könnte nun mit Hilfe der relativen und der absoluten Ziffern den Betrag der Gesamterlöse errechnen und somit einen guten Ausgangswert für die weitere Ermittlung der Einnahmen erhalten. Nun müßte jedoch, entsprechend den relativen Werten, der Jahresgewinn genau ein Zehntel der Zuweisung an die Rücklagen betragen. Ein Blick auf die obige Zusammenstellung zeigt jedoch eine erhebliche Differenz. Ähnliche Vergleichsrechnungen mit anderen Posten führen ebenso zu Differenzen. Desgleichen kommt man zu unterschiedlichen Werten für den Gesamterlös, je nachdem, wel-

1) a.a.O. Seite 27

chen Aufwandsposten man der Berechnung als Basis zu Grunde legt.

Geht man zum Beispiel von der Zuweisung an die Rücklagen aus, so ergibt sich folgende Rechnung:

$$4\% = 83\,876 \text{ TDM; Gesamterlös} = 100\% = 83\,876 \times 25 = 2\,096\,900 \text{ TDM}$$

Ausgehend vom Steueraufwand ergibt sich nach der gleichen Methode für den Gesamterlös ein Betrag von nur etwa 1 674 945 TDM.

Diese Ergebnisse nötigen uns, die Methode des Einnahmen-Ausgaben-Vergleichs nicht weiter zu verfolgen, da die Ausgangspunkte zu wenig exakt sind und eine Bereinigung an Hand des vorliegenden Materials nicht möglich ist.

Als zweite Möglichkeit der Liquiditätsermittlung kann festgestellt werden, ob die kurzfristigen Verbindlichkeiten des Unternehmens durch liquide Mittel gedeckt sind. Wir beziehen uns auf die früher wiedergegebene Bilanz der VW-GmbH per 31.12.57 und entnehmen dem Geschäftsbericht folgende zusätzliche Angaben: Von den Verbindlichkeiten werden nur 2 650 TDM ausdrücklich als langfristig bezeichnet. Die Forderungen an Tochtergesellschaften bestehen in Höhe von 53 954 TDM auf Grund von Warenlieferungen und Leistungen. Wir betrachten sie deshalb als kurzfristig und kommen zu folgender Gegenüberstellung.

Liquide und kurzfristig liquisierbare Mittel:¹⁾ (in 1 000 DM)

Vorräte	133 672
kurzfristige Forderungen	67 634
Barvermögen	<u>97 483</u>
	298 789
kurzfristige Verbindlichkeiten	<u>188 257</u>
Überdeckung	110 532
	=====

1) Wertpapiere des Umlaufvermögens bleiben außer Ansatz, da sie laut Geschäftsbericht zum großen Teil zu Gunsten der Zollbehörden gesperrt sind.

Während nun aber die Ertragsverhältnisse der Jahre bis 1957 sowie die bis dahin gelegten stillen Reserven auch heute noch von großem Interesse sind, kommt der Stichtagsliquidität per 31.12.57 heute kaum noch nennenswerte Aussagekraft zu. Wir müssen daher nach einer Methode suchen, die eher eine fundierte Antwort auf die uns gestellte Frage gestattet.

Wir sind der Meinung, daß bei der früher aufgezeigten, hervorragenden Ertragslage des VW-Werkes die Liquidität nur eine Frage der Erlösd disposition sein kann. Wenn die Reinerträge nicht durch anderweitige Dispositionen gebunden werden, müssen sie sich in liquider Form ansammeln und somit Dividendenzahlungen in Höhe von jährlich DM 40 Millionen ermöglichen. Um die bisherige Erlösd disposition des Unternehmens zu erkennen, gehen wir von den zuvor gemachten Angaben über die Erlösverwendung aus.

Dem Aufwand für Material und Sonstiges sowie dem Personal- und Steueraufwand müssen Ausgaben in ziemlich genau gleicher Höhe entsprechen. Da die Abschreibungserlöse in voller Höhe wieder investiert wurden, müssen auch diesem Aufwand entsprechende Ausgaben gegenüberstehen. Damit ist die Verwendung von 95,6% der Erlöse geklärt und es ist lediglich noch zu fragen, welche Entsprechung der Jahresgewinn und die Zuweisung an die Rücklagen auf der Vermögensseite finden.

Insgesamt handelt es sich um einen Betrag von etwa DM 91 Millionen. Wie wir früher bereits festgestellt haben, betrug die Netto-Investition beim Anlagevermögen im gleichen Zeitraum DM 90 Millionen.¹⁾ Wir schließen daraus, daß der Gesamterlös des Unternehmens durch laufende Ausgaben und Investitionsausgaben absorbiert wurde. Die bisherige Erlösd disposition des VW-Werkes hätte also keine Dividendenzahlungen zugelassen.

1) Vergl. Seite 74

Eine Bestätigung für dieses Ergebnis finden wir in den Erläuterungen zum Jahresabschluß für 1957. Es heißt dort, daß die ausgeschüttete Dividende wie in den Vorjahren dem Unternehmen als Darlehen vom Bund belassen wurde.¹⁾ Demnach stand also auch dieser Erlösteil der Gesellschaft für Investitionen zur Verfügung. Ferner wird erläutert, daß ein beträchtlicher Teil der Bankguthaben in Höhe von DM 97 Millionen für weitere Investitionen benötigt wird.²⁾ Hiermit wird zum einen unsere Vermutung über die Erlösdisposition untermauert, zum anderen geht daraus hervor, daß die Liquidität des Unternehmens strukturell gut sein muß. Denn wenn die liquiden Mittel für Investitionen ausgegeben werden können, so muß es möglich sein, die übrigen laufenden Zahlungserfordernisse aus den laufenden Einnahmen voll zu decken, das heißt der Rhythmus der Einnahmen entspricht demjenigen der Ausgaben.

Wir wollen die Ergebnisse nochmals zusammenfassen: Eine Zuschreibung von DM 330 Millionen würde mit großer Wahrscheinlichkeit nicht zu einer Überbewertung des Anlagevermögens führen.

Ertragsmäßig ist das Unternehmen ohne weiteres in der Lage, auf ein Grundkapital von DM 500 Millionen angemessene Dividenden zu zahlen.

Bei der bisherigen Erlösdisposition stehen der Dividendenzahlung liquiditätsmäßige Schwierigkeiten entgegen; doch müßte es angesichts der guten Ertragslage möglich sein, für die Gewinnausschüttung entsprechende flüssige Mittel bereitzustellen, was allerdings eine gewisse Einschränkung der Investitionsrate bedeuten würde.³⁾ Die zuletzt genannte Folgerung läßt sich auch so formulieren: nach der Privatisierung könnte die Gesellschaft nicht mehr im bisherigen Umfang Selbstfinanzierung betreiben.

1) a.a.O. Seite 26

2) a.a.O. Seite 25

3) Unter der Voraussetzung, daß dem Unternehmen keine zusätzlichen Mittel von außen zufließen.

Insgesamt kommen wir zu dem Schluß, daß eine Erhöhung des Grundkapitals auf DM 500 Millionen grundsätzlich vertretbar ist. Diese Meinung wird jedoch nicht überall geteilt. So wurde von der Geschäftsleitung der Volkswagenwerk-GmbH erklärt, man werde noch im Jahr 1959 das Stammkapital aus den Reserven auf DM 300 Millionen erhöhen.¹⁾ Damit ist zwar nichts über die Höhe des Grundkapitals gesagt, das das Unternehmen nach seiner Umwandlung in eine Aktiengesellschaft erhalten wird; doch könnte die Erhöhung des Stammkapitals als Vorentscheidung angesehen werden. Das Handelsblatt schreibt zu der Meldung: "Mit der beabsichtigten Kapitalaufstockung auf 300 Mill. DM scheint auch hinsichtlich der Verzinsung das betriebswirtschaftlich vertretbare Maß erreicht zu sein, ..." ²⁾ Dem hier vom Handelsblatt angeführten Grunde können wir nach unserer bilanzkritischen Untersuchung nicht beitreten. Doch könnte es aus anderen betriebswirtschaftlichen Gründen tatsächlich ratsam sein, das Grundkapital auf einen geringeren Betrag als DM 500 Millionen festzulegen.

Unsere Untersuchung beruhte ja auf der stillschweigenden Voraussetzung, daß die wirtschaftliche Lage des Unternehmens sich in der Zukunft zumindest nicht verschlechtert und daß die bisherige Preispolitik beibehalten werden kann. Im Zeichen des Gemeinsamen Marktes wird das VW-Werk jedoch mit zunehmender Konkurrenz zu rechnen haben, und es kann deshalb sehr wichtig sein, wenn das Unternehmen über größere stille Reserven verfügt und in seiner Erlösdisposition nicht durch hohe Dividendenerfordernisse zu sehr gebunden ist.

IV. Die Volkswagenwerk-Aktien

Wie aus zahlreichen Verlautbarungen der jüngsten Zeit hervorgeht, ist mit Sicherheit anzunehmen, daß diejenigen Bestimmungen des VW-Gesetzentwurfs, die die Gestaltung und Ausstattung der VW-Aktien betreffen, noch zahlreichen Än-

1) Vergl. Handelsblatt Nr. 67 vom 14. Mai 1959, Seite 4

2) Handelsblatt, ebenda

derungen unterworfen werden, ehe das Gesetz beschlossen und verkündet wird. Einen gewissen Überblick über die vorgesehenen Änderungen, die vorwiegend auf die Erfahrungen bei der Teilprivatisierung der Preußag zurückzuführen sind, gibt Klug, dessen Zusammenfassung wir im folgenden wiedergeben. Klug teilt mit, das Bundeskabinett habe Grundsätze für die Privatisierung des Volkswagenwerkes beschlossen, die sich eng an das Muster der erfolgreichen Preußag-Emission halten.

"Diese Grundsätze sollen dem wirtschaftspolitischen Ausschuß des Bundestages, der das CDU-Initiativgesetz für die Volkswagenwerkprivatisierung berät, als Empfehlungen überreicht werden. Sie sehen vor:

1. Die Absicht, vinkulierte Namensaktien auszugeben, wird nicht verwirklicht; die VW-Aktien sollen Inhaberpapiere sein und, wie die Preußag-Aktien, in kleiner Stückelung von 100 DM auf den Markt kommen.
2. Ähnlich wie bei der Preußag soll ein Höchststimmrecht eingeführt werden, damit die unerwünschte Konzentration verhindert wird.
3. Die VW-Aktien sollen ebenfalls in das Spar-Prämiengesetz einbezogen werden.
4. Das Depotstimmrecht soll geändert werden. Banken sollen nicht im eigenen Namen, sondern nur im Auftrage des Aktionärs stimmen dürfen. Sie müssen ihre Vollmachten bei der Gesellschaft hinterlegen, damit eine Kontrolle des Höchststimmrechtes möglich ist.
5. Die erste Tranche von VW-Aktien soll, wie die Preußag-Aktien der Bevölkerung mit weniger als 16 000.-- DM steuerpflichtigem Jahreseinkommen zu einem ermäßigten Emissionskurs angeboten werden. Die zweite Tranche soll dann zum freigebildeten Börsenkurs ohne Beschränkung verkauft werden.

6. Der Erlös aus dem Verkauf des Volkswagenwerkes soll zu einem Sondervermögen werden, über dessen Verwendung durch Gesetz zu entscheiden ist."¹⁾

Die von Klug mitgeteilten Kabinetts Empfehlungen machen zwar deutlich, in welchen Punkten der als Bundestagsdrucksache Nr. 102 vorliegende Entwurf geändert werden soll. Sie geben jedoch noch kein geschlossenes Bild des für die VW-Privatisierung vorgesehenen Verfahrens und werden überdies erst bei Kenntnis des Entwurfs voll verständlich. Wir müssen daher weiterhin den Entwurfsbestimmungen folgen, zumal sich hierbei mehrere grundsätzliche Probleme ergeben, die von den Einzelheiten der tatsächlichen Durchführung weitgehend unabhängig sind.

1. Der Nennwert der VW-Aktien

Nach § 2 Abs. 3 E VW-Ges muß mindestens ein Viertel des Grundkapitals in Aktien im Nennwert von DM 50.-- zerlegt werden. Aus den zahlreichen kritischen Stellungnahmen, die diese Absicht hervorgerufen hat, greifen wir nur die Argumente des Deutschen Kuratoriums für soziale Eigentumsbildung heraus: "Die Mehrheit des Kuratoriums ist der Ansicht, daß der Mindestnennbetrag der Aktie mit 100.-- DM (nicht 50.-- DM) festgesetzt werden soll. Es erscheint äußerst fraglich, ob ein kleinerer Betrag wirklich weitere Kreise zur Anlage ihrer Mittel in Aktien gewinnen könnte. Das Interesse am Wertpapier beginnt beim Sparer erst, nachdem er gewisse Rücklagen auf seinem Sparkonto angesammelt hat. Eine solche Reihenfolge in der Kapitalansammlung erscheint auch durchaus gesund, da es sich bei Aktien ihrer Natur nach um Anlagewerte und dabei um solche Papiere handelt, mit denen ein Risiko untrennbar verbunden ist. Werden aber Aktien erst erworben, nachdem eine gewisse Liquiditätsreserve vorhanden ist, so wird der Sparer zumal bei dem heutigen Lebensstandard nicht unter Beträgen von 100.-- DM bleiben.

1) Oskar Klug, Volksaktien und Investmentsparen, in Die Aktiengesellschaft, Heft 4 1959, Seite 105

Bei der Beurteilung dieser Frage wird ferner auch die Kostenseite nicht unberücksichtigt bleiben dürfen."¹⁾

Der Verlauf der Preußag-Emission hat die Ansichten des Kuratoriums inzwischen bestätigt. Die 210 000 Personen, die sich an der Zeichnung der Preußag-Aktien beteiligt haben, waren insgesamt zur Übernahme von DM 100 Millionen Aktien bereit, das heißt im Durchschnitt hat jeder Interessent einen Betrag von DM 476.-- gezeichnet. Man kann daraus schließen, daß nach Aktien im Nennwert von weniger als DM 100.-- kein Bedürfnis vorhanden ist.

Hinzu kommt ein grundsätzlicher rechtspolitischer Gesichtspunkt. Es ist damit zu rechnen, daß auch ein neues Aktiengesetz, das noch in der laufenden Legislaturperiode vom Bundestag verabschiedet werden soll, an dem Mindestnennbetrag von DM 100.-- je Aktie festhalten wird. In dem Referentenentwurf des Bundesjustizministeriums und in allen Stellungnahmen zur Aktienrechtsreform werden geringere Beträge nicht vorgesehen.²⁾ Es wäre rechtspolitisch nicht zu empfehlen, fast gleichzeitig mit dem neuen Aktiengesetz in dem Privatisierungsgesetz für das VW-Werk einen abweichenden Nennbetrag der Aktien vorzuschreiben.

Im Hinblick auf die Erfahrungen bei der Preußag-Emission ist zu erwägen, ob nicht überhaupt nur relativ wenige Aktien im Nennwert von DM 100.-- ausgegeben werden sollen. Ein Nennwert von DM 1 000.-- würde für viele Kleinsparer allerdings zu einem zu hohen Anschaffungspreis führen, jedoch sollte die Einführung von Aktien im Nennwert von DM 500.-- als dritte Größenordnung neben den Nennwerten von DM 100.-- und DM 1 000.-- ernsthaft erwogen werden. Während es bei der Preußag noch gerechtfertigt erschien, das gesamte Grundkapital in Kleinaktien zu zerlegen, weil es sich um den ersten Versuch handelte und nur Personen mit einem steuerpflichtigen Einkommen bis DM 16 000.-- zum Erwerb berechtigt

1) Deutsches Kuratorium für Soziale Eigentumsbildung, Votum Nr. 1, Volkswagenwerk und Volksaktie, Beilage zu Der Volkswirt Nr. 14 vom 5. April 1958

2) Vergl. hierzu Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, veröffentlicht vom Bundesjustizministeriums, 1958, E § 8.

waren, muß man bei der Privatisierung des VW-Werkes von anderen Voraussetzungen ausgehen. Bei dem wesentlich höheren Grundkapital kämen so viele einzelne Stücke in Umlauf, daß der Verwaltungsaufwand unverhältnismäßig hoch würde. Außerdem sollen auch die Bezieher höherer Einkommen zum Erwerb der Aktien zugelassen werden und es ist daher auch im Hinblick auf die Nachfrageseite gar nicht erforderlich, ausschließlich kleine Stücke zu emittieren.

Neben diesen Gründen, die dafür sprechen, nur einen geringen Teil des Grundkapitals in Kleinaktien zu zerlegen, läßt sich jedoch ein wichtiges Argument für die Kleinaktie anführen, nämlich ihre größere Mobilität gegenüber Aktien mit hohen Nennwerten. Wie Fabri richtig feststellt, ist es bei der Aktie schwierig, einen Teilbetrag flüssig zu machen. "Hat jemand zum Beispiel 500 DM in einer Aktie angelegt und benötigt vorübergehend 200 DM, so kann er diese nur durch den Verkauf der ganzen Aktie erhalten. Er könnte sie zwar beleihen lassen, aber das kostet Zinsen und ist breiteren Bevölkerungsschichten auch fremd. Eine andere Möglichkeit wäre, sich nach dem Verkauf der Aktie von 500 DM eine neue zu 300 DM zu kaufen. Das ist aber bei den zur Zeit geltenden Praktiken des Aktienhandels zu umständlich."¹⁾

Einschränkend ist hierzu zu sagen, daß die Überlegung Fabris nur dann zutreffend ist, wenn der Aktionär seine Wertpapiere selbst verwahrt oder bei einem Kreditinstitut zur Verwahrung in Streifbanddepot gegeben hat. Befinden sich die Stücke hingegen in Sammelverwahrung, so ist grundsätzlich immer die Veräußerung des geringsten Nennbetrages möglich, der bei einer Emission vorhanden ist. Um die Mobilität der Aktie weiter zu erhöhen, hält Fabri, in Anlehnung an Rentrop, die Einrichtung von "Wechselstuben" für zweckmäßig, in denen Standardwerte des Aktienmarktes jederzeit ohne Umstand gegen Bargeld gekauft und veräußert werden können.²⁾

1) Fabri, a.a.O. Seite 131

2) Fabri, a.a.O. Seite 132

Wir erinnern in diesem Zusammenhang wieder an die bereits mehrfach geäußerte Ansicht, daß das Aktiensparen nicht die primäre Form der Vermögensanlage sein soll. Liquidies Sparen hat unseres Erachtens dem Aktienerwerb voranzugehen. Ein vorübergehender Bedarf von DM 200.--, um bei dem Beispiel Fabris zu bleiben, sollte daher anderweitig, und nicht durch Veräußerung von Aktien gedeckt werden können. Die Tatsache, daß die Aktie auf Grund ihrer Fungibilität grundsätzlich eine liquide Anlage darstellt, ändert nichts an dem Umstand, daß sie im Regelfall als Daueranlage gedacht ist. Wir halten es daher nicht für angebracht, die Mobilität der Aktie durch die ausschließliche Ausgabe von kleinen Nennbeträgen und Einrichtung besonderer "Wechselstuben" noch weiter zu erhöhen.

Auf die Tatsache schließlich, daß Kleinaktien unverhältnismäßig viel teurer sind als größere Stücke, wurde besonders aus Kreisen der Bankpraxis hingewiesen. "Mit der Ausgabe von Kleinaktien sind sowohl bei der Ausgabe (Druck) wie auch im laufenden Verkehr Unkosten verbunden, die in keinem Verhältnis zum Objekt stehen und die zweckmäßigerweise auf das geringste Maß beschränkt bleiben müssen. Man sollte daher der Praxis folgen und in der Satzung des Volkswagenwerkes zwar eine unter allen Umständen ausreichende Zahl an Kleinaktien vorsehen, dem Vorstand jedoch die Ermächtigung geben, mit Zustimmung der Aktionäre anstelle von mehreren Kleinaktien Globalaktien über einen entsprechend höheren Betrag auszugeben."¹⁾

Unseres Erachtens ist es am zweckmäßigsten, wenn von den Zeichnern der Aktien zugleich mit ihrem Kaufantrag eine Erklärung darüber abgegeben wird, in welchen zur Auswahl stehenden Nennbeträgen sie die Zuteilung der Aktien wünschen. Erst nach Abschluß der Zeichnung wäre dann anhand des Ergebnisses festzustellen, in welchem Gesamtbetrag Aktien der einzelnen Nennwerte hergestellt und ausgegeben werden müssen.

1) Bundesverband des Privaten Bankgewerbes (E.V.), Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes über die Regelung der Rechtsverhältnisse bei der Volkswagenwerk GmbH und die Überführung der Anteilsrechte in private Hand, vom 6. Februar 1958, Seite 11

2. Die Übertragung von VW-Aktien

a) Die Form der Übertragung

Gemäß § 2 Abs. 3 E VW-Ges müssen die Aktien der Gesellschaft auf Namen lauten. Namensaktien haben sich in Deutschland niemals durchgesetzt. Wo sie, wie bei den sogenannten Entflechtungsgesellschaften auf Anordnung der damaligen Besatzungsmächte, unfreiwillig geschaffen wurden, erlangten sie eine angemessene Mobilität nur dadurch, daß die Kreditinstitute in den Aktienbüchern der Gesellschaften als Aktionäre eingetragen und die Papiere, mit Blankoindossamenten versehen, in üblicher Weise gehandelt wurden. Vinkulationsvorschriften bestanden nicht.

In dem VW-Gesetzentwurf werden diese Umgehungsmöglichkeiten jedoch unterbunden. Nach § 3 E VW-Ges k ö n n e n Aktien der Gesellschaft nicht durch Blankoindossament übertragen werden. Die nachträgliche Ausfüllung eines Blankoindossaments soll nach der Entwurfsbestimmung nichtig sein. Die sinngemäße Anwendung von Artikel 16 Abs. I Satz 1 und 3 des Wechselgesetzes wird ausdrücklich ausgeschlossen, obwohl das geltende Aktienrecht in § 61 wie auch der Referentenentwurf in E § 63 für die Übertragung von Namensaktien die Anwendung des Wechselrechts vorsehen.

In der Praxis würde das bedeuten, daß der Veräußerer einer Aktie den Erwerber namentlich kennen muß, um den aufgezeigten Formerfordernissen entsprechen zu können. Die Konsequenzen dieser Bestimmung wurden vom Bundesverband des Privaten Bankgewerbes deutlich gemacht. "Das nach dem Gesetz alleingültige Vollindossament erfordert bei einer Veräußerung über Banken, daß die Bank des Käufers der Bank des Verkäufers den Namen des Käufers angibt. Diese Angabe wird von keiner Bank gegeben werden, und zwar mit Rücksicht einerseits auf das Bankgeheimnis und andererseits auf das berechtignte Kundeninteresse. Verbleibt es daher bei dem im Entwurf vorgesehenen Vollindossament, so wird sich zwangsläufig die Eintragung der Aktien auf den Namen von Mittels-

personen herausbilden. Dadurch würde aber der mit der Einführung der vinkulierten Namensaktie verfolgte Gedanke, nämlich die Offenlegung der Besitzverhältnisse illusorisch werden."¹⁾

§ 4 E VW-Ges bindet die Übertragung der Aktien, auch wenn sie nicht in der Absicht vorgenommen wird, sämtliche Rechte aus der Aktie zu übertragen, an die Zustimmung des Aufsichtsrates. Zum Verständnis der Bestimmung sei hier die Bemerkung vorweggenommen, daß die Aktionäre ihre Stimmrechte nicht durch Kreditinstitute auf Grund einer Vollmacht oder Ermächtigung ausüben können; vielmehr ist es dazu erforderlich, die Aktien auf das Kreditinstitut zu übertragen. Diese Entwurfsbestimmung wird später noch näher zu untersuchen sein. Zunächst haben wir uns jedoch mit dem Umstand zu befassen, daß der Aufsichtsrat für die Erteilung der Zustimmung zuständig sein soll.

Nach geltendem Aktienrecht wird die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Aktien vom Vorstand erteilt (§ 61 Abs. 2 Satz 2 AktGes). Eine ähnliche Regelung sieht der Referentenentwurf in E § 63 Abs. 2 Satz 2 und 3 vor. Dort heißt es: "Die Zustimmung gibt der Vorstand. Die Satzung kann die Zustimmung dem Aufsichtsrat oder der Hauptversammlung übertragen; ..."

Für den Normalfall ist also wohl die Zuständigkeit des Vorstandes anzunehmen, und es ist kaum einzusehen, warum beim VW-Werk eine abweichende Regelung geplant ist, um so weniger, als § 4 E VW-Ges kasuistisch festlegt, in welchen Fällen die Zustimmung zur Übertragung zu verweigern ist. Es gibt danach für die Entscheidung, ob die Zustimmung erteilt werden kann oder nicht, keinen Ermessensspielraum. Es bedarf lediglich einer Prüfung des einzelnen Falles. Auf Grund der Umstände ergibt sich sodann aus dem Gesetz, welche Entscheidung zu treffen ist. Daraus folgt, daß es sich bei Erteilung oder Verweigerung der Zustimmung um eine reine Verwal-

1) Bundesverband des Privaten Bankgewerbes (E.V.),
a.a.O. Seite 8

tungsaufgabe handelt, die einer untergeordneten Exekutivinstanz übertragen werden kann. Zur Wahrnehmung und Delegation von Verwaltungsarbeiten ist, entsprechend der grundsätzlichen Aufgabentrennung der Gesellschaftsorgane, der Vorstand eher berufen als der Aufsichtsrat.

Welchen Verwaltungsaufwand die Vinkulierung der Aktien einer Gesellschaft mit sehr vielen Aktionären hervorruft, wird ersichtlich, wenn man sich das technische Verfahren der Umschreibung von Namensaktien vergegenwärtigt. § 62 Abs. 1 AktGes gibt hierzu folgende Vorschriften: "Geht eine Namensaktie auf einen anderen über, so ist dies der Gesellschaft anzumelden; die **A k t i e** ist v o r z u l e g e n und die Übertragung nachzuweisen. Die Gesellschaft vermerkt den Übergang im Aktienbuch."¹⁾

Wir schalten an dieser Stelle wieder die Annahme ein, daß das Grundkapital der Gesellschaft auf DM 500 Millionen und der Mindestnennbetrag der Aktien, abweichend vom Entwurf, auf DM 100.-- festgelegt wird. Wir unterstellen weiter, daß ein Viertel des Grundkapitals durch Aktien im Mindestnennwert repräsentiert, der Rest in Stücke von DM 1 000.-- Nennwert zerlegt wird. Es wären dann 1 250 000 Aktien zu DM 100.-- und 375 000 Stücke zu DM 1 000.-- in Umlauf, insgesamt also 1 625 000 einzelne Aktien. Bei einer derartig hohen Zahl von Papieren werden Übertragungen täglich in großem Umfang vorkommen. Alle diese Urkunden müßten jeweils der Gesellschaft zugeschickt, mit der Zustimmung zur Übertragung versehen, im Aktienbuch umgeschrieben und dem Erwerber zugestellt werden. Der Versand der Urkunden kann aus Sicherheitsgründen nur in eingeschriebenen Briefen oder Wertsendungen vorgenommen werden. Dieses Verfahren ist derartig umständlich und kostspielig, daß es die Popularisierung solcher Aktien mit großer Wahrscheinlichkeit verhindern würde.

1) Hervorhebung vom Verfasser.

b) Das Verbot der Übertragung von VW-Aktien auf
juristische Personen und Personenmehrheiten

Die Verfasser des Entwurfs haben die Bedingungen für die Zustimmung zur Übertragung in § 4 negativ umrissen, indem sie vorschreiben, in welchen Fällen der Aufsichtsrat die Zustimmung zu versagen hat.

Danach dürfen Aktien der Gesellschaft grundsätzlich - Ausnahmen sind später zu behandeln - nicht auf juristische Personen des öffentlichen und privaten Rechts oder auf eine Personenmehrheit übertragen werden. Dieser Bestimmung zu Folge würde es unmöglich sein, daß ein Kreditinstitut VW-Aktien erwirbt. Ebenso wäre ein Rückkauf der Aktien vom Publikum durch den Bund, eine Bundesbehörde oder ein dem Bund gehörendes Unternehmen ausgeschlossen. Keine Institution wäre demnach rechtlich in der Lage, nötigenfalls die Kurspflege der VW-Aktien zu übernehmen. Diese Konsequenz ist deshalb besonders bedenklich, weil um der Volksaktien-Idee willen unbedingt dafür gesorgt werden muß, daß die Kleinsparer, die sich zum Erwerb solcher Aktien bereitgefunden haben, vor Verlusten so weit als möglich geschützt werden.

Die Bestimmung, nach der auch Personenmehrheiten vom Erwerb ausgeschlossen sind, wird von Hirche richtig interpretiert, wenn er sagt, daß danach nicht nur Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung, sondern auch alle Unternehmungen in Form der offenen Handelsgesellschaft und der Kommanditgesellschaft keine Volksaktien kaufen dürfen.¹⁾ Diese Kommentierung ist indessen noch unvollständig; denn zum Beispiel auch jede Erbengemeinschaft stellt eine Personenmehrheit dar. Beim Tod eines Volksaktionärs wäre es, sollte der Entwurf Gesetz werden, also nicht möglich, die von ihm hinterlassenen Aktien im Aktienbuch auf eine Erbengemeinschaft umzuschreiben.

1) Vergl. Hirche, a.a.O. Seite 61

Ähnliche Schwierigkeiten ergeben sich in dem nicht seltenen Fall, daß Eheleute ihre Bank- und Depotkonten als Gemeinschaftskonten führen. Die Inhaber eines Gemeinschaftskontos bilden, auch bei Einzelverfügungsberechtigung, eine Gemeinschaft zur gesamten Hand, also eine Personenmehrheit. Es wäre nun rechtlich nicht zulässig, in Übereinstimmung mit dem gemeinschaftlich geführten Depotkonto die Aktien auch im Aktienbuch auf den Namen beider Eheleute einzutragen. Vielmehr müßten die Aktien von einem der Eheleute erworben und von diesem sodann in den Vermögensbestand des Gemeinschaftskontos eingebracht werden.

Es ist kaum anzunehmen, daß die Initiatoren des Gesetzes derartige Konsequenzen an ihre Formulierungen geknüpft wissen möchten. Eine Änderung des Entwurfs ist daher auch in diesem Punkt notwendig. Die entsprechende Bestimmung könnte etwa wie folgt abgefaßt werden: "Die Zustimmung ist zu versagen, wenn Aktien auf eine Personenmehrheit mit Kaufmanns- oder Vereinseigenschaft übertragen werden sollen." Damit dürfte die ratio legis des Entwurfs hinreichend gewahrt sein, während Fälle, in denen ein Gemeinschaftseigentum vernünftigerweise nicht unerwünscht sein kann, nicht aus formalen Gründen unzulässig wäre.

c) Ausnahmen vom Verbot der Übertragung von VW-Aktien auf juristische Personen

Das grundsätzliche Verbot der Übertragung von VW-Aktien auf juristische Personen ist in einigen Fällen aufgehoben. Als erste Ausnahme ist zu erwähnen, daß ein nach § 65 AktGes zulässiger Erwerb eigener Aktien gestattet ist. Im Hinblick auf das geltende Aktienrecht enthält diese Vorschrift keine besonderen Probleme. Da jedoch anzunehmen ist, daß die VW-Aktiengesellschaft nach Inkrafttreten eines neuen Aktiengesetzes eigene Aktien in all den Fällen erwerben dürfte, die dieses Gesetz für zulässig erachtet, und nicht durch eine Sonderregelung an den heute gültigen Bestimmungen festgehalten würde, sind die im Referentenentwurf vorgesehenen Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien hier in die Betrachtung einzubeziehen.

Der Referentenentwurf eines Aktiengesetzes erweitert in E § 66 die zulässigen Fälle des Erwerbs eigener Aktien. Während nach geltendem Recht eine Gesellschaft eigene Aktien nur zur Abwendung eines schweren Schadens oder in Ausführung einer Einkaufskommission erwerben darf, soll dies künftig unter anderem auch dann gestattet sein, wenn die Aktien gekauft werden, um sie den Arbeitnehmern der Gesellschaft anzubieten.

Im Hinblick auf Volks-Aktiengesellschaften ist diese Entwurfsbestimmung zunächst positiv zu beurteilen. Bei der Emission von Volksaktien werden der Belegschaft jeweils bevorzugte Bezugsbedingungen eingeräumt. Die Zugehörigkeit zur Belegschaft im Zeitpunkt der Emission ist im Einzelfall aber durchaus "zufällig". Daher wäre es unter dem Gesichtspunkt der Gleichbehandlung nicht grundsätzlich abzulehnen, wenn durch E § 66 AktGes die Möglichkeit eröffnet würde, auch später hinzukommenden Arbeitnehmern Belegschaftsaktien anzubieten. Bedenken ergeben sich jedoch, und zwar generell im Hinblick auf E § 66, sobald die Frage bedacht wird, zu welchen Bedingungen die Aktien der Belegschaft offeriert werden sollen.

Werden sie zum jeweiligen Tageskurs angeboten, so ist das nur dann ein Vorteil, wenn die Aktien zur Zeit anderweitig nicht erhältlich sind, während die Gesellschaft noch über einen gewissen Vorrat verfügt. Sollen die Aktien dagegen zu einem Vorzugskurs angeboten werden, so ergibt sich für die Gesellschaft dabei ein Verlust und somit zugleich eine Schädigung der bereits an ihr beteiligten Aktionäre.

Die zweite Ausnahme von dem generellen Übertragungsverbot der Aktien auf juristische Personen bildet die Bestimmung, daß die Übertragung zu Gunsten eines Kreditinstituts für die Dauer von höchstens fünfzehn Monaten zulässig ist. Dabei muß sich das Kreditinstitut verpflichten, vom Aktionär schriftliche Weisung für die Ausübung des Stimmrechts einzuholen. Geht hierauf eine Weisung des Aktionärs ein, so ist das Kreditinstitut zu einer entsprechenden Ausübung des Stimm-

rechts verpflichtet. Es kann den Auftrag, einen Aktionär weisungsgemäß zu vertreten, nicht ablehnen. Erteilt ein Aktionär auf die Aufforderung des Kreditinstituts hin keine Weisungen, so hat sich das Kreditinstitut für diese Aktien der Stimme zu enthalten.

Es handelt sich bei dieser Bestimmung um eine Sonderregelung des sogenannten Depotstimmrechts. Nach geltendem Recht können die Kreditinstitute die Stimmrechte aus Depotaktien im eigenen Ermessen ausüben, wenn sie vom Aktionär dazu ermächtigt sind (§ 114 Abs. 4 AktGes). Im Gegensatz dazu sieht der Referentenentwurf eines Aktiengesetzes in E § 126, ähnlich wie der VW-Gesetzentwurf, die Bindung des Bankenstimmrechts an Weisungen der Aktionäre vor. Jedoch würden nach dem Referentenentwurf die Kreditinstitute auf Grund einer Vollmacht im Namen des Aktionärs abstimmen müssen.¹⁾ Nach dem VW-Gesetzentwurf müßten, um das Bankenstimmrecht zu ermöglichen, die Aktien befristet auf die Kreditinstitute übertragen und im Aktienbuch der Gesellschaft auf diese umgeschrieben werden. Die Kreditinstitute könnten die Stimmrechte sodann im eigenen Namen ausüben. Im Innenverhältnis zwischen Bank und Kunde hätte die Übertragung nur die Stimmrechte, nicht die sonstigen Rechte aus der Aktie zum Gegenstand.

Diese sehr kompliziert anmutende Bestimmung wird erst im Zusammenhang mit § 4 Ziff. 3 VW-Ges verständlich. Danach hat der Aufsichtsrat der Gesellschaft die Zustimmung zur Übertragung der Aktie zu verweigern, wenn die Übertragung dazu führen würde, daß Kreditinstitute insgesamt für mehr als ein Drittel des Grundkapitals zur Ausübung von Aktionärrechten befugt wären. Würde der Gesetzgeber bei der VW-Aktiengesellschaft das Bankenstimmrecht entsprechend dem Referentenentwurf regeln, so würde sich erst auf der jeweiligen Hauptversammlung herausstellen, in welchem Umfang Stimmrechte durch Kreditinstitute ausgeübt werden. Wegen der erwähnten Begren-

1) Vergl. hierzu insbesondere Bundesverband der Deutschen Industrie, Bundesverband des privaten Bankgewerbes u.a., Gemeinsame Denkschrift zum Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, Köln/Bonn 1959

zung des Bankenstimmrechts auf insgesamt ein Drittel könnte dann der Fall eintreten, daß die Abgabe von Stimmen, obwohl Weisungen der Aktionäre vorliegen, unmöglich wird. Deshalb muß durch die vorherige Übertragung der Aktien eine rechtzeitige Kontrolle über das Stimmrechtvolumen der Kreditinstitute geschaffen werden.

Wie aus den früher im Inhalt wiedergegebenen Kabinettssempfehlungen zu schließen ist, will man von dieser Sonderregelung Abstand nehmen.¹⁾ Diese Änderungsabsicht des VW-Gesetzentwurfs ist sehr positiv zu bewerten; denn das Bankenstimmrecht sollte beim VW-Werk nicht besonders geregelt werden. Zunächst wäre es entsprechend dem geltenden Recht, später gemäß einem neuen Aktienrecht zu handhaben. Es ist auch nicht einzusehen, warum die Ausübung von Aktionärrechten durch Kreditinstitute auf insgesamt ein Drittel des Grundkapitals beschränkt sein soll, wenn die Stimmabgabe nicht im eigenen Ermessen erfolgt, sondern an Weisungen der Aktionäre gebunden ist, was nach Inkrafttreten eines neuen Aktiengesetzes wahrscheinlich der Fall sein wird.

Als letzter Ausnahmefall vom Übertragungsverbot der Aktien auf juristische Personen ist zu erwähnen, daß VW-Aktien auch von Kapitalanlagegesellschaften im Sinne des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957 erworben werden dürfen. Alle Investment-Trusts zusammen dürfen jedoch ebenfalls höchstens ein Drittel des Grundkapitals erwerben.²⁾ Ergänzend wird in § 5 Abs. 3 E VW-Ges bestimmt, daß eine KAG im Höchstfall die Stimmenzahl ausüben kann, die auf ein Hundertstel des Grundkapitals entfällt. Diese Bestimmung kann zwei Gründe haben: entweder dient sie dazu, Stimmen- und Machtkonzentrationen bei KA-Gesellschaften zu verhindern, oder sie will bewirken, daß genügend VW-Aktien dem Publikum unmittelbar zur Verfügung stehen und nicht ein großer Teil von den Sondervermögen der KA-Gesellschaften aufgesogen wird.

1) Vergl. Seite 81

2) Vergl. § 4 Ziff. 1 c und Ziff. 2 E VW-Ges

Gegen die Möglichkeit von Konzentrationen bei Investment-Trusts bietet das Gesetz über KA-Gesellschaften bereits hinreichenden Schutz. Es bestimmt in § 7 Abs. 4, daß eine KAG für alle von ihr verwalteten Sondervermögen Wertpapiere desselben Ausstellers nur insoweit erwerben darf, als bei Aktien ihr Gesamtnennbetrag fünf Prozent des Nennkapitals der Gesellschaft nicht übersteigt. Wenn der Gesetzgeber im April 1957 der Meinung war, daß diese Fünfprozentklausel hinreichenden Schutz gegen Mißbrauch gewährt, so sollte er nicht wenig später im VW-Gesetz eine Einprozentklausel einführen.

Falls die Bestimmung den Sinn hat, eine breite Streuung unmittelbar im Publikum zu gewährleisten, so ist dazu zu sagen, daß das im Zeitpunkt der Emission auch durch entsprechende Zuteilung der Aktien erreicht werden kann, wenn man nämlich die Kaufanträge der KA-Gesellschaften scharf repartiirt. Sollten im weiteren Verlauf, also nach der Emission, sehr viele VW-Aktien angeboten werden, so wäre es von großem Vorteil, wenn dieses Material von Investment-Gesellschaften aufgenommen wird. Wie bereits gezeigt wurde, sind andere finanzkräftige Institutionen, insbesondere die Kreditinstitute, vom Erwerb der Aktien ausgeschlossen. Durch generelle Erwerbsbeschränkungen, die später noch zu besprechen sein werden, wird überdies die Bildung von Aktienpaketen bei natürlichen Personen verhindert. Im Interesse der Kursentwicklung sollte daher die Möglichkeit offengelassen werden, daß Kapitalanlagegesellschaften im Rahmen der erwähnten Fünfprozentklausel ein eventuelles Angebot an VW-Aktien übernehmen können.

d) Erwerbsbeschränkungen für natürliche Personen

Neben der generellen Erwerbsbeschränkung bei VW-Aktien für juristische Personen sind im VW-Gesetzentwurf auch Erwerbsbeschränkungen für natürliche Personen vorgesehen. Gemäß § 4 Ziff. 2 E VW-Ges hat der Aufsichtsrat der Übertragung von Aktien die Genehmigung zu versagen, wenn die Über-

tragung dazu führen würde, daß eine natürliche Person mit mehr als dem zwanzigtausendsten Teil des Grundkapitals beteiligt wäre. Auf den gleichen Bruchteil des Grundkapitals ist überdies das Stimmrecht, das ein Aktionär direkt oder indirekt ausüben kann, durch § 5 Ziff. 4 E VW-Ges beschränkt.

Das Deutsche Kuratorium für Soziale Eigentumsbildung hat in seinem bereits mehrfach zitierten Votum erklärt, die Stimmrechtsbeschränkung genüge, um Besitz- und Machtkonzentrationen zu verhindern. Im gleichen Sinne äußert sich der Bankenverband in seiner Stellungnahme und fährt sodann fort: "Auch eine Umgehung der Vorschrift zum Zwecke der Beherrschung ist praktisch undenkbar, da bei der vorgesehenen Stimmrechtsbeschränkung auf ein Zwanzigtausendstel des Grundkapitals 5 000 Strohmannen gefunden werden müßten, um eine Sperrminorität von 25% darzustellen, was in der Praxis undenkbar ist."¹⁾

Der Bankenverband trägt zu dieser Frage weiter folgendes vor: "Was die betragsmäßige Festsetzung der beiden vorgeschlagenen Beschränkungen anbelangt, so würde für die Stimmrechtsbeschränkung ein Zehntausendstel vollkommen genügen. Für die daneben gegebenenfalls noch vorzusehende Erwerbsbeschränkung sollte man, um den Kreis der möglichen Interessenten nicht allzusehr einzuengen, auf ein Tausendstel herabgehen."²⁾

Man kann sich der Meinung anschließen, daß eine Beschränkung des Stimmrechts genügt, um Machtkonzentrationen zu verhindern. Dauernde Erwerbsbeschränkungen machen es erforderlich, die VW-Aktie als vinkulierte Namensaktie auszugeben, was wegen der damit verbundenen kostspieligen Verwaltungsarbeiten und der Einschränkung der Mobilität der Aktien vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt her abzulehnen ist.

1) Bundesverband des privaten Bankgewerbes, a.a.O. Seite 10

2) Bundesverband des privaten Bankgewerbes, a.a.O. Seite 11

Im Zeitpunkt der Emission kann die gewünschte breite Streuung dadurch erreicht werden, daß kleine Kaufanträge voll zugeteilt, Großaufträge dafür um so schärfer repariert werden. Gegen spätere Besitzkonzentrationen bietet die Stimmrechtsbeschränkung hinreichenden Schutz. Hinzu kommt folgender Gesichtspunkt: Bei einem Grundkapital von etwa DM 500 Millionen würde das VW-Werk zu den größten deutschen Aktiengesellschaften gehören.¹⁾ Unter diesen Umständen wäre es bedenklich, und zwar auch im Interesse der Kleinaktionäre, wenn der Erwerb der Aktien durch engherzige Beschränkungen für kapitalkräftige Schichten und Institutionen uninteressant oder unmöglich gemacht würde. Die möglichen Folgen der Beschränkungen werden vom Bankenverband in plastischer Weise dargestellt: "Es ist wohl ohne weiteres einleuchtend, daß auf dem freien Markt der Wert jeden Wirtschaftsguts von der Nachfrage abhängig ist, und daß eine Beschränkung der Nachfrage zu einer Wertminderung führt. Bei der Volkswagenaktie wird sich, wenn die im Gesetzentwurf enthaltenen Erwerbsbeschränkungen in diesem Umfang beibehalten werden, niemals eine normale Nachfrage wie bei anderen Aktien entwickeln können. Die Volkswagenaktie ist daher von vornherein dazu verurteilt, eine Art Schlußlicht des Kurszettels zu bilden."²⁾

3. Die Emission der VW-Aktien

a) Das Problem der Preisdifferenzierung bei VW-Aktien

Der im Vergleich zur Preußag sehr viel höhere Gesamtbetrag der Emission läßt es nicht geraten erscheinen, auch zum Er-

1) Nach dem Stand von Ende 1958 weisen folgende sechs Gesellschaften die höchsten Grundkapitalbeträge auf (in Millionen DM):

Farbenfabriken Bayer	660
Badische Anilin- & Soda-Fabrik	612
Mannesmann	560
Gelsenkirchener Bergwerks-AG	485
Farbwerke Hoechst	462
Siemens & Halske	448
Quelle: Deutsche Bank, Börsenbild 1958	

2) Bundesverband des privaten Bankgewerbes, a.a.O. Seite 13

werb von VW-Aktien grundsätzlich nur Personen mit einem Jahreseinkommen bis zu DM 16 000 zuzulassen. Trotzdem sollen den unteren und mittleren Einkommensgruppen beim Bezug der Aktien Vergünstigungen eingeräumt werden. Dadurch wird es notwendig, eine Preisdifferenzierung vorzunehmen.

Das Verfahren zur Durchführung der Gewährung des Preisnachlasses für die unteren Einkommensgruppen soll gemäß § 14 E VW-Ges durch eine Rechtsverordnung geregelt werden. Der Entwurf selbst enthält in § 10 lediglich die Grundvoraussetzungen für die Gewährung des Sozialbonus. Die Vorschrift lautet wie folgt:

"Erwirbt eine natürliche Person, die Deutscher im Sinne des Artikels 116 des Grundgesetzes ist und deren steuerpflichtiges Jahreseinkommen zuletzt fünfzehntausend Deutsche Mark nicht überstiegen hat, von der Bundesrepublik Deutschland Aktien der Gesellschaft, so ist ihr ein Nachlaß auf den Kaufpreis zu gewähren. Der Nachlaß beträgt bei Erwerbern, deren steuerpflichtiges Jahreseinkommen zuletzt neuntausend Deutsche Mark nicht überschritten hat, zwanzig vom Hundert, in den übrigen Fällen zehn vom Hundert. Veräußert ein Erwerber, dem ein Preisnachlaß nach Satz 1 gewährt worden ist, die Aktien vor Ablauf von drei Jahren seit ihrem Erwerb, so hat er eine Nachzahlung in Höhe des gewährten Nachlasses zu leisten."¹⁾

Das Verfahren der Preisdifferenzierung ist in diesem Fall dadurch gekennzeichnet, daß ein und dasselbe Gut gleichzeitig verschiedenen Personenkreisen zu verschiedenen Preisen angeboten wird. Da dieser Plan inzwischen offenbar ausgegeben wurde, wollen wir uns mit den Einzelheiten und der Problematik nicht mehr befassen. Grundsätzlich soll eine Preisdifferenzierung jedoch auch nach den neueren Verlautbarungen vorgenommen werden. Die Grundzüge des geplanten Verfahrens sind aus den früher zitierten Kabinetts Empfehlungen ersichtlich.

1) § 10 E VW-Ges

Demnach ist nunmehr geplant, die erste Tranche der VW-Aktien der Bevölkerung mit weniger als DM 16 000 steuerpflichtigem Jahreseinkommen zu einem bestimmten, ermäßigten Ausgabekurs anzubieten. Für die weiteren Tranchen wird kein bestimmter Ausgabekurs festgelegt, sondern sie werden entsprechend der Nachfrage zum freien Börsenkurs ohne Beschränkung veräußert. Es handelt sich hier also um eine zeitliche Preisdifferenzierung.

Wir haben gegen die Absicht der Preisdifferenzierung bei Aktienemissionen, in welcher Form sie auch vorgenommen wird, Bedenken vorzutragen. Auf die sozialpolitische Fragwürdigkeit des Sozialbonus wurde von vielen Seiten hingewiesen. Die Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft nimmt zu dem Problem folgenden Standpunkt ein: "Besondere Vergünstigungen des Vermögenserwerbs - sei es bei der Aktie, sei es beim Eigenheim - beeinträchtigen die Würde des Arbeiters als eines selbstverantwortlichen, freien Menschen, der nicht Empfänger einer almosenhaften Sozialprämie, einer Sonderaktie nach Armenrecht, sondern gleichberechtigter Eigentümer durch eigene Leistung erworbenen Vermögens sein will. Ein halb geschenktes Eigentum kann nie jenes Eigentumsgefühl hervorrufen, das auf dem selbstverantwortlichen Erwerb aus eigener Kraft beruht und allein wirkliches Freiheitsbewußtsein und Selbstvertrauen verleiht."¹⁾

Der hier vorgetragenen Meinung schließen wir uns an, wollen jedoch zusätzlich noch betriebswirtschaftliche Gründe nennen, die ebenfalls gegen eine Preisdifferenzierung bei Aktienemissionen sprechen.

Aus der Ankündigung, die erste Tranche werde zu einem **e r m ä ß i g t e n** Kurs den unteren und mittleren Einkommensgruppen angeboten, geht eindeutig hervor, daß der freigebildete Börsenkurs höher liegen wird. Würde der Börsenkurs den sozial orientierten Ausgabekurs der ersten

1) Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft E.V.,
a.a.O. Seite 4

Tranche nicht übersteigen, so hätte sich die soziale Vergünstigung als ein leeres Versprechen erwiesen. Der Bund, der letztlich für den Verlauf der Emission verantwortlich ist, übernimmt durch die Ankündigung eines ermäßigten Ausgabekurses also eine gewisse Kursgarantie. Es ist offenkundig, daß diese Gegebenheiten zu spekulativen Transaktionen herausfordern. Viele von denen, die auf Grund der Tatsache, daß ihr Einkommen DM 16 000 zuletzt nicht überstiegen hat, Aktien der ersten Tranche erwerben, werden diese alsbald unter Gewinnmitnahme wieder veräußern. Die Spekulation ist mit keinerlei Risiko verknüpft; denn der Kursanstieg ist vom Bund quasi garantiert.

Um solchen Spekulationen vorzubeugen, die das sozialpolitische Ziel des Volksaktienplanes in Frage stellen, bietet sich die Möglichkeit an, die zum ermäßigten Kurs bezogenen Aktien auf eine bestimmte Zeit festzuschreiben, wie das zum Beispiel auch bei Aktien erforderlich ist, deren Erwerb nach dem Spar-Prämiengesetz begünstigt ist. Indessen liegt hier nur eine teilweise Analogie vor.

Die Spar-Prämie ist der Höhe nach genau bestimmt. Sie beträgt 20% des Anschaffungspreises. Sie wird ferner unter einer auflösenden Bedingung gewährt, nämlich der Festschreibung der Aktie auf fünf Jahre. Der Aktionär ist dadurch aber nicht gehindert, die Aktie dennoch zu veräußern. Er muß dann lediglich die empfangene Prämie zurückzahlen. Es bleibt ihm also die Möglichkeit, sich einem eventuellen Kursverlust noch rechtzeitig zu entziehen. Auch beim Sozialbonus, der bei Vorliegen der sonstigen Bedingungen neben der Spar-Prämie in Anspruch genommen werden könnte, läßt sich eine solche Regelung treffen. Der Sozialbonus ist, wie aus dem Wortlaut des § 10 E VW-Ges hervorging, in Prozenten des Ausgabekurses bestimmt, also seiner Höhe nach bekannt. Im Fall der vorzeitigen Veräußerung wäre also exakt zu ermitteln, in welcher Höhe eine Nachzahlung zu leisten wäre. Anders liegen die Dinge, wenn anstelle eines bestimmten Sozialbonus für gewisse Bevölkerungskreise ein ermäßigter Ausgabekurs festgelegt wird.

Der sich später frei bildende Börsenkurs ist in dem Zeitpunkt der Ausgabe der ersten Tranche noch unbekannt. Der soziale Vorteil, der in der Spanne zwischen dem ermäßigten Kurs der ersten Tranche und dem für die weiteren Tranchen später festgestellten Börsenkurs besteht, wäre also prospektiv nicht zu ermitteln. Die Erwerber der ersten Tranche wüßten nicht, in welcher Höhe sie bei vorzeitiger Veräußerung zu Nachzahlungen verpflichtet sind. Es wäre unter diesen Gegebenheiten zu erwägen, die Aktien der ersten Tranche für eine bestimmte Zeit bedingungslos zu sperren, um spekulative Mißbräuche auszuschalten. Wird die Sperrfrist nun relativ kurz bemessen, so kann sie die gewünschte Wirkung nur in geringem Umfang herbeiführen. Beträgt sie dagegen mehrere Jahre, so wird der Erwerber dieser Aktien mit einem zu hohen Risiko belastet. Der Bund, der den Käufern der ersten Tranche der VW-Aktien einen sozialen Vorteil bieten will, kann die Kursentwicklung der VW-Aktien nicht auf Jahre hinaus mit Sicherheit voraussehen und beeinflussen. Schon deshalb, aber auch weil es aus individuellen Gründen unumgänglich sein kann, die Aktie vorzeitig zu veräußern, ist eine bedingungslose Festschreibung der Aktien abzulehnen.

Diese Überlegungen führen uns zu der Forderung, daß bei der Überarbeitung des VW-Gesetzentwurfs nach den zuletzt beschlossenen Grundsätzen des Bundeskabinetts eine Bestimmung in den Entwurf aufzunehmen ist, aus der eindeutig hervorgeht, in welcher Höhe eine Nachzahlung zu leisten ist, wenn ein Aktionär, der die Aktien zu dem ermäßigten Kurs der ersten Tranche erworben hat, die Aktien vor Ablauf der Sperrfrist veräußert. Der Bund muß schon im Zeitpunkt der Ausgabe der ersten Tranche zu einem ermäßigten Kurs eine Vorstellung davon haben, zu welchem Kurs er die weiteren Teilbeträge der Emission später an der Börse einführen will. Die Differenz zwischen diesen beiden Kursen sollte als absoluter Betrag der Nachzahlungsverpflichtung in das Gesetz aufgenommen werden. Den Kurs eines beliebigen späteren Stichtages oder den Kurs des Veräußerungstages als Vergleichswert heranzuziehen erscheint uns deshalb nicht vertretbar, weil in der Differenz

sodann nicht allein der gewährte soziale Vorteil, sondern zugleich andere Faktoren enthalten wären. Ein Wertzuwachs, der über den Ermäßigungsbetrag hinausgeht, steht unseres Erachtens jedoch auch bei vorzeitiger Veräußerung dem Aktionär zu.

b) Das Emissionsverfahren bei VW-Aktien

Während bei der Emission der Preußag-Aktien der gesamte Betrag von einem Bankenkonsortium übernommen und sodann dem Publikum zur Zeichnung angeboten wurde, ist für die Ausgabeder VW-Aktien ein anderes Verfahren vorgesehen. § 8 E VW-Ges bestimmt, die Bundesregierung solle die ihr bei der Umwandlung des VW-Werkes in eine Aktiengesellschaft zugeteilten Aktien entsprechend der Börsennachfrage veräußern. Man wollte hier also offensichtlich nicht die Emission zur Zeichnung auflegen, wie das bei den Preußag-Aktien geschehen ist, sondern die VW-Aktien allmählich durch freihändigen Verkauf in Verkehr bringen. Da Kreditinstitute vom Erwerb der Aktien ausgeschlossen werden sollen, könnten sie nur als Kommissionäre in die Emission eingeschaltet werden, jedoch nicht den Gesamtbetrag fest übernehmen und sodann auf eigene Rechnung weiterveräußern.

Aus den vom Bundeskabinett beschlossenen Grundsätzen geht lediglich hervor, daß nunmehr die VW-Aktien in mehreren Teilbeträgen in Verkehr gebracht werden sollen. Da die erste Tranche den Personen mit einem steuerpflichtigen Jahreseinkommen von nicht mehr als DM 16 000 zu einem ermäßigten Kurs angeboten werden sollen, muß man annehmen, daß zumindest dieser Teilbetrag wiederum zur Zeichnung aufgelegt wird. Für das Verfahren, das bei den später auszugebenden Teilbeträgen angewandt werden soll, lassen sich aus den bisherigen Verlautbarungen noch keine sicheren Schlüsse ziehen. Es ist denkbar, daß man ebenfalls den Weg über Zeichnungslisten gehen wird, wobei die Ausgabekurse der einzelnen Tranchen sich an den Börsenkursen für bereits in Verkehr befindliche VW-Aktien orientieren könnten. Ebenso ist es möglich, daß die spä-

teren Teilbeträge durch vorherige Börsenzulassung und anschließenden freihändigen Verkauf in Verkehr gebracht werden.

An der Bestimmung von § 8 E VW-Ges, wonach die Bundesregierung die Aktien entsprechend der Börsennachfrage zu veräußern hat, wird man wahrscheinlich festhalten; denn im Hinblick auf den sozialen Vorteil, der den Bezugsberechtigten der ersten Tranche eingeräumt werden soll, ist es erforderlich, daß die Bundesregierung auf die Kursgestaltung Einfluß nehmen kann. Es wäre schwierig, einem Bankenkonsortium diese Aufgabe zu übertragen und zugleich einen festen Übernahmekurs für das Konsortium zu finden, der einerseits einen angemessenen Konsortialnutzen gewährt, anderseits nicht dem Bund die Gewinne entzieht, die beim freihändigen Verkauf durch stetige Kurssteigerungen entstehen können.

Einem Übernahmekonsortium müßte daher vom Bund vorgeschrieben werden, zu welchem Kurs es die Aktien dem Publikum anzubieten hat. Diese Folgerung steht im Widerspruch zu dem Auftrag, die Aktien entsprechend der Börsennachfrage zu veräußern.

Aus diesen Gründen ist zu schließen, daß die Kreditinstitute bei der Emission der VW-Aktien nur als Kommissionäre eingeschaltet werden.

V. Gegenvorschlag zur Privatisierung des VW-Werkes: "Stiftung Deutsches Volkswagenwerk"

Von der Bundestagsfraktion der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands wurde dem Bundestag der Antrag unterbreitet, die Möglichkeit zu prüfen, das Volkswagenwerk in eine Stiftung zu verwandeln.¹⁾

1) Deutscher Bundestag, 3. Wahlperiode, Drucksache 145 (neu)

"Dabei sollen folgende Grundsätze berücksichtigt werden:

I. Stiftungszweck

1. Zweck der Stiftung ist es, das Volkswagenwerk im Dienste des Gemeinwohls zu führen und mit seinen Überschüssen die Ausbildung des technischen Nachwuchses in der Bundesrepublik zu fördern.
2. Dem Gemeinwohl soll die Stiftung dienen, indem sie insbesondere dazu beiträgt,
 - a) breite Bevölkerungsschichten mit einem billiger und guten Kraftwagen zu versorgen,
 - b) den Wettbewerb in der Automobilindustrie zu fördern,
 - c) Arbeitsbedingungen, Arbeitsschutz und Ausbildungswesen beispielhaft zu gestalten.
3. Den technischen Nachwuchs soll die Stiftung fördern, indem sie insbesondere dazu beiträgt,
 - a) die Stätten der Ausbildung und Forschung zu erweitern und zu verbessern,
 - b) den zweiten Bildungsweg auszubauen,
 - c) Stipendien an begabte Schüler und Studenten unter Berücksichtigung ihrer sozialen Verhältnisse zu vergeben,
 - d) den Bau von Studentenwohnheimen zu unterstützen.
4. Überschuß ist derjenige Teil des Gewinns, der verbleibt, wenn Bestand und Ausbau des Volkswagenwerkes sichergestellt sind."

Die Stiftung soll drei Organe erhalten: ein Kuratorium, das über die Verteilung der Überschüsse beschließt, einen Verwaltungsrat, der die Richtlinien der Geschäftspolitik festlegt und die Tätigkeit des Direktoriums überwacht, und ein Direktorium als geschäftsführendes Organ.

Über die Rechnungslegung wird in dem Antrag unter anderem gesagt, es solle bei der Bewertung sichergestellt werden, "daß stille Reserven nur insoweit gelegt werden können, als

sie nach gewissenhafter kaufmännischer Überprüfung im Rahmen einer langfristigen Unternehmenspolitik erforderlich sind. Willkürliche Unterbewertungen sind zu untersagen."

Der Stiftungsgedanke wurde in allen seinen Aspekten von verschiedenen Seiten, teils zustimmend, teils ablehnend untersucht.¹⁾ Wir wollen uns hier jedoch nur mit den betriebswirtschaftlichen Hauptproblemen befassen, die einer "Stiftung VW-Werk" grundsätzlich zu eigen sein würden.

Die Forderung, das VW-Werk solle den Wettbewerb in der Automobilindustrie fördern, bedarf einer Erläuterung. Man geht hier von der Tatsache aus, daß auf der Angebotsseite des Automobilmarktes für fabrikneue Fahrzeuge heute eine oligopolistische Struktur gegeben ist und hält es daher für wünschenswert, daß wenigstens ein Unternehmen auf Grund seiner Zwecksetzung verpflichtet wird, den Wettbewerb zu fördern, das heißt einen Druck auf die Automobilpreise auszuüben und die Oligopolgewinne zu schmälern. Das VW-Werk soll also gewissermaßen die Preisführerschaft am deutschen Automobilmarkt übernehmen.²⁾ Diese Aufgabe sowie die Forderung, einen guten und billigen Wagen zu produzieren, besagen, daß das VW-Werk zu einem möglichst kostennahen Preis verkaufen müßte. Die erzielten Überschüsse könnten sich demnach nur in engen Grenzen bewegen. Dadurch geraten aber die Gesellschaftsorgane in einen Interessenkonflikt; denn um der anderen Stiftungszwecke willen sind möglichst hohe Überschüsse erwünscht.

Der Ausbau des Werkes könnte es auch gelegentlich erforderlich machen, die Überschüsse in voller Höhe für Investitionen zu verwenden, was bisher sogar die geschäftspolitische Regel beim VW-Werk war. In einem solchen Fall könnte die Stiftung also mindestens ein Jahr lang keine Überschüsse ausschütten. Wenn man aus der Stiftung jedoch Stipendien gewähren und ähnliche Förderungswerke dotieren will, so ist ein einiger-

1) Vergl. hierzu insbesondere Hirche, a.a.O. Seite 78 ff. und Friedrich Zeiss, Vorschläge zu einer künftigen Rechtsform des Volkswagenwerkes, in Heft 6 der Schriftenreihe der Gesellschaft für öffentliche Wirtschaft, Berlin 1958, Seite 60 f.

2) Vergl. hierzu auch Hans Ritschl, Die öffentlichen Aufgaben des Volkswagenwerkes, in Heft 6 der Schriftenreihe der Gesellschaft für öffentliche Wirtschaft, Berlin 1958, Seite 42-43.

maßen kontinuierlicher Fluß der Mittel erforderlich. Gibt man indessen einer gewissen Mindesthöhe der Ausschüttungen den Vorrang, so wird das von der Stiftung betriebene Unternehmen in eine schwierige Lage hinein laviert. Seine Marktsituation wird gefährdet.

Weiter ist die Möglichkeit zu bedenken, daß dem Unternehmen Kapital von außen zugeführt werden muß. Wird es in Form der Stiftung betrieben, so kann es zusätzliches Eigenkapital von außen nur durch eine Dotation der öffentlichen Hand erhalten. Das steht aber der Privatisierungsforderung und der heute offiziell vertretenen Wirtschaftspolitik diametral entgegen. Das Unternehmen wäre also bei auftretendem Kapitalbedarf auf den Weg der Fremdfinanzierung verwiesen. Vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus kann eine solche Einengung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten nicht befürwortet werden. Diese betriebswirtschaftlichen Überlegungen nötigen uns, die Umwandlung des Volkswagenwerkes in eine Stiftung abzulehnen.

5. Teil: Allgemeine betriebswirtschaftliche Probleme der Volksaktie

I. Die Wahl des Emissionskurses

In der Regel werden Aktien ausgegeben, um einen bestimmten Kapitalbedarf, der bei dem emittierenden Unternehmen vorliegt, zu decken. Dem Kapitalbedarf sind die Kosten der Emission hinzuzurechnen, um festzustellen, welche Geldsumme durch die Ausgabe der Aktien aufgebracht werden muß. Der auf diese Weise ermittelte Betrag kann durch die Emission von Aktien im gleichen Gesamtnennwert zu pari oder durch die Emission eines geringeren Gesamtnennbetrages zu einem höheren Ausgabekurs aufgebracht werden. Ein Beispiel soll diesen Zusammenhang verdeutlichen:

Kapitalbedarf + Emissionskosten = DM 15 Millionen

Deckungsmöglichkeiten

- a) Ausgabe von Aktien im Nennwert von insgesamt DM 15 Millionen zu 100% = DM 15 Millionen
- b) Ausgabe von Aktien im Nennwert von insgesamt DM 10 Millionen zu 150% = DM 15 Millionen

Unser Beispiel ist insofern nicht ganz exakt, als die Emissionskosten in den Fällen a) und b) in Wirklichkeit nicht genau gleich sein werden; jedoch spielt dieser Unterschied hier keine wesentliche Rolle. Wie man den Gesamtnennwert und den Ausgabekurs festlegen wird, hängt im Einzelfall von den verschiedensten Faktoren ab, bei Kapitalerhöhungen insbesondere davon, zu welchem Kurs die bereits in Umlauf befindlichen Aktien des Unternehmens notiert sind. Bei der erstmaligen Ausgabe von Aktien eines Unternehmens, so zum Beispiel bei der Umwandlung in eine Aktiengesellschaft oder bei einer Neugründung, wird man nur ein geringes Agio wählen, weil dann die Unterbringung beim Publikum leichter möglich ist.

Durch Renditeüberlegungen wird die Operation nur wenig beeinflusst. Das Unternehmen hat lediglich zu prüfen, ob der Gesamtbetrag - von angenommen DM 15 Millionen - überhaupt angemessen verzinst werden kann. Bei einer geplanten und auf Grund der Ertrags- und Liquiditätslage des Unternehmens möglichen Bruttorendite von 5% müssen zum Beispiel jährlich DM 750 000 ausgeschüttet werden. Ob das im Fall a) durch Zahlung einer Nominaldividende von 5%, oder im Fall b) durch Zahlung einer Nominaldividende von 7,5% geschieht, ist insgesamt gesehen ohne Einfluß.

Wir haben die Zusammenhänge hier in stark vereinfachter Form aufgezeigt, sie mögen aber dennoch veranschaulicht haben, welche Faktoren bei einer Aktienemission grundsätzlich zu beachten sind, und daß der zu deckende Kapitalbedarf den Ausgangspunkt aller weiteren Überlegungen bildet.

Wenn Volksaktien im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung ausgegeben werden, durch die ein Kapitalbedarf gedeckt werden soll, sind die Überlegungen grundsätzlich die gleichen. Ganz anders liegen die Dinge indessen bei einer Ausgabe von Volksaktien im Zusammenhang mit Privatisierungen im engeren Sinne.¹⁾ Die Emission erfolgt hier nicht, um einen Kapitalbedarf des Unternehmens zu decken. Die Vermögens- und Kapitalstruktur des Unternehmens bleibt durch die Emission unberührt. Das Unternehmen hat nach erfolgter Emission lediglich anstelle eines Aktionärs, dem Staat, nunmehr eine Vielzahl von Aktionären. Der Emissionserlös fließt nicht dem Unternehmen, sondern der Staatskasse zu. Diese Situation gestattet es, den Emissionskurs auf Grund anderer Überlegungen zu wählen.

Wir unterstellen, daß die Ausgabe der Aktien nicht zu dem Zweck erfolgt, einen Finanzbedarf des Staates zu decken. Das gesamte Mittelaufkommen aus der Emission ist sodann ein nachgeordneter Gesichtspunkt. Ausgangspunkt der Überlegungen, die zur Festsetzung des Emissionskurses führen sollen, kann unter diesen Voraussetzungen die Frage sein, welcher Emissionskurs am besten geeignet ist, die grundsätzlichen Ziele des Volksaktienplanes zu verwirklichen und ihre Erhaltung zu gewährleisten. Unter diesen Prämissen können wir nunmehr einige Leitsätze für die Wahl des Ausgabekurses bei der Emission von Volksaktien entwickeln:

1. Der Kurs muß so gewählt werden, daß er schon allein durch den Substanzwert des Unternehmens in dieser Höhe gerechtfertigt ist.
2. Der Kurs muß so gewählt werden, daß den Aktionären auf Grund der Ertragslage und der Erlösdisposition des Unternehmens für die überschaubare Zukunft eine angemessene, wenn auch nicht unbedingt konstante Rendite auf ihr eingesetztes Kapital gezahlt werden kann.

1) Vergl. hierzu Seite 26

3. Der Kurs muß so gewählt werden, daß alsbald nach der Emission nicht mit starken Kursschwankungen zu rechnen ist.

Den anteiligen Substanzwert der Aktie setzen wir deshalb als Obergrenze ihres Emissionskurses, weil wir glauben, damit eine gewisse Sicherheit gegen alsbaldige Kurseinbußen zu schaffen. Kursverluste bei Volksaktien müssen aber unter allen Umständen vermieden werden. Bei der offiziellen Propagierung der Volksaktie wird kaum auf das Risiko hingewiesen, das der Käufer von Aktien grundsätzlich eingeht. Dadurch wird beim Sparer der Eindruck erweckt, er erwerbe eine Vermögensanlage von besonders hoher Sicherheit. Es wäre zweifellos richtiger, das der Aktie innewohnende Risiko auch in der Werbung für den Volksaktien-Gedanken mehr in den Vordergrund zu stellen. Da dies aber bislang nicht geschieht, halten wir es für notwendig, durch niedrige Bemessung der Emissionskurse das Vermögensrisiko für den Sparer weitmöglichst einzuschränken.

Durch den zweiten Leitsatz soll zum Ausdruck gebracht werden, daß den Aktionären aus ihrem Aktienbesitz eine Effektivverzinsung ihres Kapitals zufließt, die derjenigen anderer Sparformen zumindest gleichwertig ist. Die durchschnittliche Bruttorendite von Aktien, die sich heute auf etwas über 3% beläuft,¹⁾ halten wir bei Volksaktien nicht für ausreichend. Um diese Sparform populär zu machen, muß ihre Verzinsung wenigstens derjenigen von festverzinslichen Wertpapieren entsprechen. Die Durchschnittsrendite der neu-emittierten Schuldverschreibungen liegt zur Zeit bei rund 5,25%.¹⁾ Wir leiten daraus die Notwendigkeit her, daß der Emissionskurs für Volksaktien so gewählt werden muß, daß auch diese Anlageform eine Rendite von 5 bis 6% abwirft, möchten jedoch gleichzeitig betonen, daß wir eine konstante Rendite des Aktienvermögens nicht für erforderlich halten. Auf Einzelheiten dieses Problems wird noch in dem Abschnitt über Dividendenpolitik eingegangen.

1) Vergl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, für April 1959, Seite 15

Die Erläuterungen zu den ersten beiden Leitsätzen sprechen insgesamt dafür, den Emissionskurs der Aktien möglichst wenig über pari anzusetzen. Damit wäre dem dritten Leitsatz zugleich insofern genügt, als ein Kursverlust alsbald nach der Börseneinführung der Aktien unwahrscheinlich wäre. Der dritte Leitsatz bringt jedoch zum Ausdruck, daß heftige Kursbewegungen generell, also auch nach oben, nicht wünschenswert sind.

Man könnte grundsätzlich die Meinung vertreten, die Volksaktie solle in jeder Weise dieselben Möglichkeiten eröffnen wie jede andere Aktie. Dazu gehört neben der langfristigen Vermögensanlage auch die Spekulation, die auf Kursschwankungen beruht. Unter diesen Prämissen wären Kursschwankungen bei Volksaktien nicht anders zu beurteilen als bei anderen Wertpapieren. Die offiziell bekundete Zielsetzung des Volksaktienplanes, die im ersten Teil der Arbeit ausführlich dargelegt wurde, schließt diese Argumentation jedoch aus. Die Volksaktie ist als wertbeständige Sparform und als Daueranlage gedacht, nicht als ein Spekulationspapier für den kleinen Mann, das auf höherer Ebene neben Lotterieveranstaltungen treten soll.

Diese Überlegungen führen uns zu der Forderung, den Emissionskurs so zu wählen, daß auch heftige Kursbewegungen nach oben nicht wahrscheinlich sind. Kursgewinne fordern eine Gewinnrealisierung durch Verkauf der Aktie heraus, und es ist zu befürchten, daß durch spekulative Verkäufe von Volksaktien in größerem Umfang die bei der Emission erreichte breite Streuung alsbald wieder verloren gehen würde. Besonders dann, wenn verschiedene Volksaktien-Emissionen in geringerem zeitlichem Abstand aufeinander folgen, muß mit spekulativen Verkäufen der früher emittierten Papiere gerechnet werden, um so wieder flüssige Mittel für die Teilnahme an einer bevorstehenden Emission zu gewinnen, wenn die Kursentwicklungen Anlaß zu einem solchen Verhalten bieten. Auf diese Weise käme eine dauernde Unruhe in den Volksaktien-Markt. Nicht stetige Kurssteigerungen, sondern Kursschwankungen wären die wahrscheinliche Folge.

Es wird äußerst schwierig sein, den drei Leitsätzen gleichzeitig zu genügen; denn um der Sicherheit der Sparer willen muß der Ausgabekurs vorsichtig bemessen werden; um Spekulationen zu verhindern, darf der Kurs nicht zu niedrig angesetzt werden. Diese widersprüchlichen Forderungen nötigen zu dem Schluß, daß die Wahl des Emissionskurses zwar von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung der neuen Sparform für den Kleinsparer ist, daß der Erfolg auf die Dauer aber durch weitere Maßnahmen, nämlich eine sorgfältige Werbung und Kurspflege und eine gute Dividendenpolitik, zusätzlich gesichert werden muß.

II. Die Werbung für Volksaktien

Der Wert der Volksaktien wird durch die Nachfrage bestimmt, die sich nach ihnen entfaltet. Der Erfolg bei der Zeichnung der Preußag-Aktien hat gezeigt, daß bei dem mit der Volksaktie angesprochenen Publikum ein starkes Interesse an diesen Papieren besteht. Es geht nun darum, die Nachfrage nach Volksaktien auf die Dauer zu erhalten, was von verschiedenen Voraussetzungen abhängt.

Die wichtigste dieser Voraussetzungen: die nachhaltige Ertragsfähigkeit des emittierenden Unternehmens, ist so selbstverständlich, daß wir sie nur der Vollständigkeit halber erwähnen. Volksaktien dürfen daher nur für solche Unternehmen ausgegeben werden, die auf Grund ihrer inneren Struktur und ihrer Absatzlage als krisenfest gelten können. Mehr läßt sich generell zu diesem Problem nicht sagen und es ist daher bei jedem einzelnen Privatisierungsvorhaben gewissenhaft zu prüfen, ob die Durchführung durch Ausgabe von Volksaktien verantwortet werden kann.

Wir haben nun die weiteren Faktoren für eine stetige Nachfrage nach Volksaktien zu untersuchen. Aus dem Anfangserfolg bei der Preußag-Emission ist zu schließen, daß die

Propaganda für die Volksaktie genügende Durchschlagskraft hatte. Um das Interesse auf die Dauer zu erhalten, ist aber nunmehr eine permanente Werbung erforderlich, die den Aktionär über die Entwicklung der Volksaktien-Gesellschaften informiert und zugleich sein Verständnis für das Wesen der Aktie vertieft. Die einseitigen Hinweise auf die besonderen Vorteile der Aktienbeteiligung sollten dabei mehr und mehr in den Hintergrund treten und einer nüchternen Unterrichtung Platz machen. Schlagworte wie Miteigentum und dergleichen, auf deren sachliche Ungenauigkeit wir bereits hingewiesen haben, sollten allmählich verschwinden.

Einen Kleinaktionär als Mitunternehmer zu bezeichnen, wird unseres Erachtens den tatsächlichen Verhältnissen nur formal gerecht, und zwar insofern, als der Kleinaktionär lediglich Unternehmerkapital zur Verfügung stellt. Die eigentliche unternehmerische Funktion besteht jedoch in der Festlegung der Grundsätze der Geschäftspolitik und ihrer Ausführung. Die Kleinaktionäre sind an dieser Aufgabe kaum und nur indirekt beteiligt; sie wird von den Aufsichtsräten und Vorständen der Gesellschaften getragen. Die Werbung muß sich daher vereinfachender Schlagworte enthalten und mehr pädagogischen als akquisitorischen Charakter tragen. Solange noch Privatisierungen durch Volksaktien durchgeführt werden, kann die Werbung weitgehend vom Staat übernommen und aus dem Aufkommen der Aktienverkäufe finanziert werden. Die weitere Werbung muß aber von den Unternehmen selbst getragen werden, und zwar durch eine vorbildliche Publizität, die den Sachkenner ebenso befriedigt, wie sie dem Laien durch sinnfällige Darstellung verständlich ist.

Es ist zu überlegen, inwieweit Kreditinstitute in die Werbung eingeschaltet werden können. Wir glauben nicht, daß sich die Banken und Sparkassen mit großer Energie an der Wertpapierwerbung beteiligen werden, soweit es sich nicht um eigene Emissionen handelt oder es darum geht, Konsortialbeteiligungen, die schwer abzusetzen sind, zu placieren. Auch

in der gegenwärtigen Situation, die durch eine außerordentlich hohe Bankenliquidität gekennzeichnet ist, ziehen es die Kreditinstitute trotz gewisser Bedenken vor, die Ersparnisse des Publikums als Einlagen zu sammeln und die Mittel selbst anzulegen, anstatt die Sparer nachdrücklich auf die Möglichkeit der Wertpapieranlage hinzuweisen. Dieser Tatbestand läßt sich statistisch deutlich erkennen, wie aus den Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zu entnehmen ist: "Insgesamt hat sich die Erhöhung der Wertpapierbestände der Kreditinstitute im ersten Quartal 1959 um 1,67 Mrd DM wieder auf gut die Hälfte des gleichzeitigen Neuabsatzes an Wertpapieren (davon rd. 280 Mio DM Aktien und 2,9 Mrd DM festverzinsliche Wertpapiere) gestellt gegen ungefähr ebensoviel im Durchschnitt des vergangenen Jahres. Vom Rest dürfte ein erheblicher Teil auf sonstige Kapital-sammelstellen, auf Wirtschaftsunternehmen und ausländische Erwerber entfallen sein, während der Anteil der inländischen privaten Wertpapiererwerber offenbar noch immer bedauerlich gering ist."¹⁾

Auch in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1958 hat sich die Bundesbank mit der Problematik dieses Tatbestandes befaßt.²⁾ Zusätzlich zu den Gründen, die dort angeführt werden, glauben wir, daß eine Werbung der Banken für das Wertpapiersparen dazu beitragen könnte, daß "der unmittelbare Wertpapiererwerb durch die Sparer zunähme und die Kreditinstitute auf diese Weise in ihrer Anlagepolitik entlastet würden."³⁾

Die Kreditinstitute empfinden bereits "eine gewisse Scheu vor einer weiteren Ausdehnung ihres Wertpapierbestandes."⁴⁾ Wenn sie trotzdem in der Wertpapierwerbung keine größere Initiative entfalten, so unseres Erachtens deshalb, weil sie an

-
- 1) Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 1959, Seite 13
 - 2) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958, Seite 41 ff.
 - 3) a.a.O. Seite 42
 - 4) a.a.O. Seite 42. Vergl. hierzu ferner Volkmar Muthesius, Klumpen und Knoten, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Heft 8 1959, Seite 301 ff.

Spareinlagen und der damit verknüpften Anlage für eigene Rechnung auf die Dauer gesehen zweifellos mehr verdienen, als an dem Kommissionshandel und der Verwaltung von Wertpapieren für Rechnung der Sparer. Es ist kaum anzunehmen, daß sich in nächster Zukunft an diesen Verhältnissen Wesentliches ändern wird. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine Äußerung des Sparkassenverbandes zur Frage der Werbung für das Investment-Sparen: "Sparkassenkunden, für die zwar ein unmittelbarer A k t i e n erwerb weniger in Betracht kommt, die sich aber trotzdem für diesen Markt interessieren, haben von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, Dekafonds I-Anteile, bei denen es sich um die Investmentzertifikate der 1956 von den Girozentralen gegründeten Deutschen Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. handelt, zu erwerben. Dieser Aktienfonds hat sich im Berichtsjahr auch im Vergleich zu den Fonds anderer Gesellschaften günstig entwickelt, obwohl von einer besonderen Werbung abgesehen wurde."¹⁾

Die in dieser Äußerung zum Ausdruck kommende Zurückhaltung der Sparkassen gegenüber dem Wertpapiersparen wird besonders deutlich, wenn man bedenkt, daß der Dekafonds von den Sparkassen selbst eingerichtet wurde. Um so weniger ist daher anzunehmen, daß sich die Sparkassen in wirksamer Weise an der Werbung für die Aktie als Anlageform für kleine Ersparnisse beteiligen werden.

Wir glauben daher, daß die Kreditinstitute weiterhin in der Vermittlerrolle verharren werden, die sie bei der Wertpapierwerbung einnehmen, indem sie ihren Kunden lediglich das Werbematerial zugänglich machen, das ihnen zur Verfügung gestellt wird. Um so sorgfältiger müssen sich die Volksaktien-Gesellschaften selbst der ständigen, aufklärenden Werbung befleißigen, um die Nachfrage nach ihren Aktien in den Kreisen wachzuhalten, für die sie gedacht sind.

1) Deutscher Sparkassen- und Giroverband E.V., Jahresbericht 1958, Seite 75 (2.Hervorhebung vom Verfasser.)

III. Der laufende Handel und die Kurspflege von Volksaktien

Für die langfristige Wertentwicklung der Volksaktie ist es von großer Bedeutung, daß ihre Mobilität institutionell gewährleistet ist. Nur unter dieser Voraussetzung kann sich eine stetige Nachfrage auf breiter Basis wirklich entfalten. Es ist daher als wesentlicher Fortschritt in der Entwicklung des Volksaktienplanes anzusehen, daß man nicht mehr beabsichtigt, Volksaktien als vinkulierte Namensaktien auszugeben, von denen der Bankenverband in seiner Stellungnahme zum VW-Gesetzentwurf festgestellt hat, sie könnten auf Grund der Börsen-usancen nicht an deutschen Börsen gehandelt werden, wenn der Aussteller nicht von vornherein auf das Recht verzichtet, seine Zustimmung zur Übertragung zu versagen.¹⁾

Um eine Nachfrage auf breiter Basis zu gewährleisten ist weiter wichtig, nach erfolgter Emission alle Erwerbsbeschränkungen fallen zu lassen. Wie bereits früher betont, bieten Stimmrechtsbeschränkungen hinreichenden Schutz gegen unerwünschte Konzentrationen. Besonders wichtig scheint uns für die Verkehrsfähigkeit jedoch der Umstand zu sein, daß für Kreditinstitute keine Erwerbsbeschränkungen bestehen.

Bei einer unausgeglichene(n) Angebots- und Nachfragesituation sind sie am ehesten berufen, den Ausgleich durch Veränderung ihrer eigenen Bestände herzustellen. Hindert man durch generelle Erwerbsbeschränkungen die Kreditinstitute an der Wahrnehmung dieser wichtigen Funktion, so wird zwangsläufig die Mobilität der Papiere darunter leiden. Wegen der Stimmrechtsbeschränkung besteht nicht die Gefahr, daß diese Möglichkeit von Kreditinstituten mißbraucht wird. Um eine zusätzliche Vorkehrung zu schaffen, könnte eine Bestimmung erwogen werden, wonach die Stimmrechte aus denjenigen Aktien gänzlich ruhen, die sich im eigenen Portefeuille der Kreditinstitute befinden.

1) Bundesverband des privaten Bankgewerbes, a.a.O. Seite 9

Besonderer Würdigung bedarf noch die Frage der Kurspflege der Aktien. Wir setzen hier voraus, daß die Stabilität der Kurse vom Unternehmen her grundsätzlich gewährleistet ist, daß also Kursschwankungen allein auf eine anderweitig begründete Änderung der Marktsituation zurückzuführen wären. Die Kurspflege kann nun nicht die Aufgabe haben - denn damit wäre sie überfordert -, auch langfristige und stetige Kursänderungen zu verhindern. Ebenfalls können solche Börsenpreisschwankungen ohne kurspflegerische Maßnahmen hingenommen werden, die sich im Rahmen der allgemeinen Börsentendenz halten. Da wir nun früher bereits die Forderung erhoben haben, es müsse durch die Wahl des Emissionskurses gegen alsbaldige Kursverluste vorgesorgt werden, hat die Kurspflege bei Volksaktien unseres Erachtens insbesondere die Aufgabe, heftige und sporadische Kurssprünge nach oben zu verhindern. Eine Begründung zu dieser These wurde bereits früher gegeben. Es erhebt sich die Frage, von welcher Institution diese Aufgabe wahrgenommen werden kann.

Kreditinstitute und andere Kapitalsammelstellen scheiden hierfür von vornherein aus, da sie gar nicht über einen entsprechenden Bestand an Volksaktien verfügen. Die Rolle der Kurspflege in diesem Sinne fällt somit dem Staat zu. Voraussetzung ist allerdings, daß der Staat bei den Privatisierungen nicht nach einem starren Plan verfährt, sondern zu raschem Reagieren bereit und in der Lage ist. Bei Teilprivatisierungen sollte die Kurspflege durch den Staat selbst keinerlei Problem sein. Einer über Erwartungen starken Nachfrage kann ein ausgleichendes und kursstabilisierendes Angebot dadurch entgegengestellt werden, daß man sich zu einer der Nachfrage folgenden Vollprivatisierung unverzüglich entschließt.

Schwieriger gestaltet sich das Problem, wenn von vornherein eine Vollprivatisierung geplant ist. Es kann in diesem Fall jedoch dadurch gelöst werden, daß man die Emission in verschiedenen Tranchen vollzieht, ohne hierfür einen genauen Zeitplan festzulegen. Die einzelnen Teilbeträge müßten einander in dem zeitlichen Abstand folgen, der durch die Nachfrage diktiert wird.

Die Nachfrage nach Volksaktien verschiedener Unternehmen wird mit Sicherheit verschieden stark ausgeprägt sein. Dennoch kann man unterstellen, daß es eine Nachfrage nach Volksaktien insgesamt gibt. Diese Prämisse gestattet kurspflegerische Maßnahmen auch für den Fall, daß die Privatisierung eines Unternehmens vollständig vollzogen ist, ohne daß die Nachfrage nach den Aktien voll befriedigt werden konnte. Der Staat müßte sich in diesem Fall zur Privatisierung weiterer Unternehmen aus seinem Besitz unverzüglich bereitfinden.

Ist auch dann, wenn alle ehemaligen Unternehmen des Bundes, die dafür in Frage kommen, durch Ausgabe von Volksaktien privatisiert sind, noch keine Marktsättigung eingetreten, so sind die Möglichkeiten der Kurspflege erschöpft. Ein Ansteigen der Kurse von Volksaktien dürfte sich dann aber im Rahmen der allgemeinen Börsentendenz halten und bietet deshalb weniger Anlaß zu Besorgnissen. Bei stetigen und allgemeinen Kurssteigerungen ist die Verkaufseigung an der Börse erfahrungsgemäß nur gering, und es wäre deshalb nicht zu befürchten, daß die Kreise, für die die Volksaktie in erster Linie geschaffen wurde, ihren Aktienbesitz alsbald wieder veräußern.

Obwohl gegen die Möglichkeit von Kurseinbrüchen bei Volksaktien durch sorgfältige Auswahl der auf diese Weise zu privatisierenden Unternehmen und durch vorsichtige Bemessung des Emissionskurses schon im Keim vorgebeugt werden muß, soll abschließend noch kurz die Frage untersucht werden, welche Institution eine Kursstützung bei Volksaktien betreiben könnte.

Würde man den Standpunkt vertreten, der Staat sei auch in diesem Fall die geeignete Institution, so liefe das bei einem starken Angebot von Volksaktien nach anfänglichen Emissionserfolgen auf eine Rück-Verstaatlichung hinaus. Wir müssen es daher aus grundsätzlichen Erwägungen ablehnen, den Staat auch mit der Aufgabe einer eventuell erforderlichen Kursstützung zu betrauen, und kommen weiter zu dem Ergebnis, daß

in diesem Fall das Problem der Kurspflege überhaupt nicht institutionell geregelt werden sollte. Es wäre unseres Erachtens dann richtiger, für die Stimmrechtsbeschränkungen einen weiteren Rahmen zu setzen, beispielsweise auf 5% des Grundkapitals, um so eine breitere Basis für die Nachfrage zu schaffen. Damit würde sich auch das Eigeninteresse der Kreditinstitute erhöhen, die sodann von sich aus eher zur Übernahme kurspflegerischer Funktionen bereit wären.

IV. Die Dividendenpolitik bei Volksaktien

Es wird vielfach die Meinung vertreten, die Dividendenpolitik eines Unternehmens sei gut, wenn sie jeweils für längere Zeiträume Stabilität erkennen läßt. So schreibt zum Beispiel Beckmann, "daß die Aktiengesellschaften auf Grund ihrer Dividenden- und Tantiemenpolitik meist eine gewisse Kontinuität bei der Gewinnverteilung verfolgen, schon um die Stetigkeit der Verzinsung des Beteiligungskapitals zu dokumentieren. "Gut geführte Gesellschaften werden dabei bestrebt sein, eine Reihe von Jahren hindurch eine gleichmäßige Dividende zu zahlen. Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, wenn z.B. trotz einer guten Ertragslage eine Zeitlang die gleichen niedrigen Dividenden wie in den vergangenen, schlechteren Jahren weiterbezahlt werden. Umgekehrt kann auch der Fall eintreten, daß in schlechteren Jahren noch die relativ hohe Dividende der Vorjahre verteilt wird."¹⁾

Wir können uns dieser Ansicht nicht vorbehaltlos anschließen. Vielmehr halten wir eine Dividendenpolitik dann für gut, wenn sie sich an den ausschüttungsfähigen Erträgen des Unternehmens orientiert und nicht durch willkürliche Manipulationen im vermeintlichen Interesse der Aktionäre auf einem bestimmten Niveau stabilisiert wird. Richtsatzdividenden laufen "dem Aktionärs- und Gesellschaftsinteresse arg zuwider; denn

1) Lisel Beckmann, Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2. Auflage München 1956, Seite 223, 2. Satz des Zitats aus Hagenmüller, Der Geschäftsbericht der AG, München 1948

schließlich ist eine Aktie kein Rentenpapier, sondern ein Anteilschein am Vermögen und damit am Erfolge.¹⁾

Gerade im Hinblick auf die erzieherische Wirkung, die, wie früher dargelegt wurde, von der Volksaktie ausgehen soll, halten wir es für erforderlich, die Ausschüttungen auf Volksaktien Jahr für Jahr nach den wirtschaftlichen Gegebenheiten des Unternehmens zu bemessen. Über diese Gegebenheiten allerdings müssen die Aktionäre von den Verwaltungen vollen Aufschluß erhalten. Bei einer solchen Dividendenpolitik wird sich die Verwaltung auf die Dauer verständnisvolleren und zufriedeneren Aktionären gegenüber sehen, als wenn der Gewinnausweis auf einen bestimmten, konstanten Dividendensatz zugeschnitten wird, dessen Höhe nicht weiter begründet wird.

V. Die Verwahrung und Verwaltung von Volksaktien

Für Erwerber von Volksaktien, die bereits andere Aktien besitzen, die sie zur Verwahrung und Verwaltung einer Bank anvertraut haben, ist es naheliegend, auch die Volksaktien in das Depot zu geben. Wer hingegen zum ersten Mal für wenige Hundert Mark Aktien kauft, wird sich zu überlegen haben, für welche Verwahrungsart er sich entscheiden soll.

Die Eigenverwahrung durch den Aktionär selbst hat den Vorteil, daß sie mit keinerlei Kosten verbunden ist. Aus Gründen der Sicherheit kann dieser Weg jedoch nur empfohlen werden, solange der Wert eines Aktienvermögens sehr gering ist. Die jährliche Einlösung der Dividendenscheine müßte für Eigenverwahrer in möglichst einfacher Weise ermöglicht werden. Zunächst wäre es erforderlich, auf die Fälligkeit der Dividendenscheine nicht nur durch die nüchterne, dem Laien wenig vertraute Bekanntgabe in den Gesellschaftsblättern hinzuwei-

1) Fabri, a.a.O. Seite 182. Vergl. hierzu auch R.Hammerschmidt, Dividende oder Bonus? in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen Heft 10 1958, Seite 366 f., wo ebenfalls eine ertragsnahe Dividendenpolitik befürwortet wird.

sen, sonderndurch auffällige Anzeigen in allen Tageszeitungen, in denen dem Aktionär in sinnfälliger Form kundgetan wird, was er zu tun hat, um seine Dividende zu erhalten. Die Kreditinstitute sollten für die Einlösung eine Vergütung von der Gesellschaft erhalten, damit dem Aktionär die volle Dividende ohne Abzug einer Inkassogebühr ausbezahlt werden kann.

Ein grundsätzlicher Nachteil bei der Eigenverwahrung ist jedoch die Tatsache, daß diese Aktien auf den Hauptversammlungen meist ohne Vertretung bleiben, weil ein Kleinaktionär, der seine Aktien selbst aufbewahrt, meist den Umstand scheut, der mit der Beauftragung eines Dritten mit der Wahrnehmung seiner Stimmrecht verbunden ist. Schon aus diesem Grunde ist es grundsätzlich der bessere Weg, die Aktien bei einem Kreditinstitut zur Verwahrung und Verwaltung zu geben. Die Gebühren, die hierfür von den Kreditinstituten berechnet werden, sind denkbar gering und liegen weit unter den Kosten, die dabei anfallen. Die Depotgebühren betragen nach Mitteilungen von Kreditinstituten bei Streifbandverwahrung 0,1% des Nennwertes, bei Sammelverwahrung 0,075% des Nennwertes der im Depot befindlichen Aktien. Allerdings wird eine Mindestgebühr von etwa DM 3.-- erhoben, was bei sehr kleinen Depots bereits eine merkliche Minderung des Reinertrages bedeutet. Offenbar gehen aber die Kreditinstitute neuerdings dazu über, Kleindepots kostenlos zu führen.

"Aus Anlaß der bevorstehenden Ausgabe von Kleinaktien teilte ein Vertreter der Banken auf einer Pressekonferenz des Bundesschatzministeriums mit, die Banken hätten sich entschlossen, Kleindepots bis DM 1 500 kostenlos zu verwalten, um die Kleinaktien populärer zu machen."¹⁾ Von einer Niederlassung der Deutschen Bank AG in Nordrhein-Westfalen wurde die Einführung dieser Neuerung bestätigt, jedoch ist sie noch nicht in allen Bundesländern durchgeführt, wie vom Verband der privaten Kreditinstitute Bayerns mitgeteilt wurde.²⁾

1) Süddeutsche Zeitung Nr. 31 vom 5. Februar 1959

2) Diese Auskünfte wurden dem Verfasser auf persönliche Anfragen hin erteilt.

Bei Wertpapierdepots mit einem Nennwert von mehr als DM 1 500 fallen die Depotgebühren im Vergleich zu den Wertpapiererträgen nicht mehr entscheidend ins Gewicht, so daß auch bei Volksaktien die Verwahrung und Verwaltung durch ein Kreditinstitut aus Gründen der Einfachheit und der Sicherheit vorzuziehen ist.

VI. Wahrnehmung der Stimmrechte aus Volksaktien

In seiner Untersuchung über die Kleinaktie hat sich Fabri ausführlich und unter den verschiedensten Aspekten mit dem Problem "Kleinaktionär und Hauptversammlung" befaßt.¹⁾ Wir können hier im wesentlichen auf die Darstellung Fabris verweisen und uns darauf beschränken, einige besondere Fragen zu untersuchen.

Aus Gründen, die nicht im einzelnen genannt zu werden brauchen, ist nicht damit zu rechnen, daß ein größerer Teil von Volksaktionären persönlich an den Hauptversammlungen teilnehmen wird. Sowohl im Interesse der Aktionäre selbst, als auch im Interesse der Gesellschaft ist es jedoch wichtig, daß der Wille der Aktionäre trotzdem in möglichst großem Umfang in den Hauptversammlungen zur Geltung gebracht wird.

Trotz aller zum Teil berechtigten Kritik an dem sogenannten Depotstimmrecht der Banken sind wir der Auffassung, daß diese Art der Aktionärsvertretung auch bei Volksaktien ihre Berechtigung hat und sich als zweckmäßig erweist. Mißbrauchsmöglichkeiten und Schwächen des Bankenstimmrechts zu beseitigen, ist Aufgabe der Aktienrechtsreform; von Sonderregelungen im Zusammenhang mit Privatisierungsgesetzen sollte unseres Erachtens Abstand genommen werden.

Allgemein stellt sich jedoch die Frage, wer außer den Kreditinstituten zur Vertretung von Volksaktionären in den Haupt-

1) Fabri, a.a.O. Seite 200 ff.

versammlungen herangezogen werden kann; denn es wäre keinesfalls zu befürworten, den Kreditinstituten ein besonderes Privileg auf diesem Gebiet einzuräumen.

Nach § 114 Abs. 3 AktGes kann das Stimmrecht des Aktionärs durch einen Bevollmächtigten ausgeübt werden. Irgendwelche Einschränkungen bezüglich der Personen, denen eine Vollmacht erteilt werden kann, enthält das Aktiengesetz nicht. Wie schon in einem früheren Abschnitt gezeigt wurde, soll nach dem VW-Gesetzentwurf die Wahrnehmung von Aktionärsrechten durch Kreditinstitute auf ein Drittel des Grundkapitals beschränkt werden. Auch bezüglich der Ausübung von Stimmrechten durch Bevollmächtigte enthält der Entwurf Einschränkungen. In E § 5 heißt es: "Aktionäre der Gesellschaft können sich bei Ausübung des Stimmrechts nur durch Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Rechtsanwälte, Steuerberater oder Steuerberatungsgesellschaften, vereidigte Bücherprüfer, Bücherrevisoren oder Helfer in Steuer-sachen vertreten lassen, ..." Es ist nicht einzusehen, warum der Gesetzgeber diesen Berufsgruppen ein Monopol auf dem Gebiet der Aktionärsvertretung einräumen will. Noch unverständlicher jedoch ist die Tatsache, daß der Aktionär den Bevollmächtigten keine Weisungen erteilen muß, im Gegensatz zu der in § 4 E VW-Ges getroffenen Regelung des Bankenstimmrechts. Hierin kommt eine unbegründete Diskriminierung der Kreditinstitute zum Ausdruck. Wir sind der Auffassung, daß der Gesetzgeber grundsätzlich allen Aktionärsvertretern gleich viel oder gleich wenig Vertrauen entgegenbringen mußte.

Da nun bei der Privatisierung der Preußag irgendwelche Sonderregelungen bezüglich der Aktionärsvertretung nicht getroffen worden sind, steht zu hoffen, daß das auch beim Volkswagenwerk und anderen zu privatisierenden Unternehmen nicht geschehen wird.

Bei einer Gesellschaft, die ausschließlich von Kleinaktionären getragen wird, ist die Gefahr gegeben, daß große Teile des Grundkapitals ohne Vertretung auf der Hauptversammlung

bleiben, da sich bei geringer Kapitalbeteiligung das Interesse des Aktionärs sehr leicht auf die eigennützigen mitgliedschaftlichen Belange, insbesondere auf die Dividende beschränkt.¹⁾ Die gemeinnützigen mitgliedschaftlichen Rechte, das sind diejenigen, die den Mitgliedern im Interesse der Gemeinschaft verliehen sind, werden von vielen nicht wahrgenommen. Nun ist aber ein Recht, "dem in weiten Schichten der Mitglieder die erforderliche Interessengrundlage fehlt, besonders dem Mißbrauch preisgegeben ..." ²⁾

In Volksaktien-Gesellschaften besteht daher die Gefahr, daß entschlossene Minderheiten die Gesellschaft in einem Maße beherrschen, das in keinem Verhältnis zu ihrer Kapitalbeteiligung steht. Nun hat aber gerade bei Volksaktien-Gesellschaften der Kleinaktionär eine Chance, tatsächlich auf die Willensbildung der Gesellschaft Einfluß zu nehmen; denn er sieht sich nicht, wie in den meisten anderen Hauptversammlungen, Großaktionären gegenüber, gegen deren Stimmenzahl er von vornherein machtlos ist. Deshalb ist auch hier wieder die Forderung zu erheben, daß die Verwaltungen der Volksaktien-Gesellschaften durch vorbildliche Publizität das gemeinnützige mitgliedschaftliche Interesse ihrer Aktionäre wecken und erhalten müssen. Nur so wird es möglich sein, die Aktionäre für eine direkte oder indirekte Wahrnehmung ihrer Stimmrechte auf der Hauptversammlung zu gewinnen und dadurch einen ungebührlichen Einfluß von Minderheiten zu verhindern. In diesem Zusammenhang könnte auch den sogenannten Volksaktien-Vereinen eine gewisse Bedeutung zuwachsen.³⁾

Da bei der Ausgabe von Volksaktien den Belegschaftsmitgliedern des emittierenden Unternehmens jeweils bevorzugte Bedingungen für den Erwerb der Papiere eingeräumt werden, ist noch die Frage der Vertretung von Belegschaftsaktionären auf den Hauptversammlungen zu untersuchen. Belegschaftsaktionäre

1) Vergl. hierzu Müller-Erzbach, a.a.O. Seite 207 ff., insbesondere Seite 216 f.

2) Müller-Erzbach, a.a.O., Seite 216

3) Vergl. hierzu Fabri, a.a.O. Seite 216 f. sowie Hirche, a.a.O. Seite 66 und Rheinfels, a.a.O. Seite 39

haben hier grundsätzlich die gleichen Möglichkeiten wie jeder andere Aktionär. Es ist jedoch durchaus möglich, daß sie, durch bestimmte Personen vertreten, als geschlossene Gruppe auftreten werden. Dieser Aspekt verdient im Hinblick auf das Betriebsverfassungsgesetz¹⁾ und auf das Mitbestimmungsgesetz²⁾ besondere Beachtung.

Nach dem Betriebsverfassungsgesetz muß der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft zu einem Drittel aus Vertretern der Arbeitnehmer bestehen (§ 76). Nach dem Mitbestimmungsgesetz stellen die Arbeitnehmer in Unternehmen der Montanindustrie grundsätzlich vier von elf Mitgliedern des Aufsichtsrates (§ 4), beziehungsweise sechs von fünfzehn oder sieben von einundzwanzig Mitgliedern bei größeren Gesellschaften (§ 8). Wenn es nun der Belegschaft eines Unternehmens auf Grund ihrer Aktienbeteiligung gelingt, weitere Mitglieder in den Aufsichtsrat zu entsenden, die ihre Belange besonders vertreten, so könnte es auf diese Weise zu einer Beherrschung des Unternehmens durch die Belegschaft kommen.

Es steht zu befürchten, daß bei einer solchen Zusammensetzung des Aufsichtsrates Sonderinteressen der Arbeitnehmer mehr Berücksichtigung finden als die eigentlichen Aktionärsbelange und die Gemeinschaftsinteressen des Verbandes, der das Unternehmen betreibt. Denn während "die Ausrichtung der mitgliedschaftlichen Interessen durch den Zweck des Vereins ihnen durchgehend dieselbe Richtung" gibt "wie dem Verbandsinteresse selbst", und so die "selbstsüchtigen Belange glücklich mit dem Gemeinschaftsinteresse verknüpft"³⁾, werden die Interessen der Belegschaft keineswegs immer mit dem Verbandsinteresse übereinstimmen.

1) Betriebsverfassungsgesetz vom 11. Oktober 1952 (BGBl. I Nr. 43 Seite 681)

2) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie vom 21. Mai 1951 in der Fassung des Gesetzes vom 7. August 1956 (BGBl. I Nr. 38 Seite 707)

3) Müller-Erzbach, a.a.O. Seite 210

VII. Probleme bei der Kapitalerhöhung von Volksaktien- Gesellschaften

Kommt ein Unternehmen, das durch Ausgabe von Volksaktien privatisiert wurde, in die Lage, sein Grundkapital erhöhen zu müssen, so ergeben sich dabei gewisse betriebswirtschaftliche Probleme.

Aus dem bisherigen Verlauf der Untersuchung ist ersichtlich geworden, daß sich die Volksaktie von anderen Aktien durch ihre besondere sozialpolitische Zwecksetzung und durch soziale Bedingungen bei der Emission unterscheidet. Man könnte nun den Standpunkt vertreten, ein Volksaktien-Unternehmen müsse auch bei einer Kapitalerhöhung die jungen Aktien wiederum zu sozialen Bedingungen emittieren. Das würde bedeuten, daß die jungen Aktien den Aktionären zu verschiedenen Bedingungen angeboten werden müßten, je nachdem, über welches Einkommen die Bezugsberechtigten verfügen. Es ist zu untersuchen, welche betriebswirtschaftlichen Konsequenzen sich daraus ergeben würden.

Die Kapitalerhöhung hat den Sinn, einen Kapitalbedarf des Unternehmens zu decken, sei es, um Verbindlichkeiten abzulösen, oder um zusätzliche Mittel zu erhalten. Um die Operation sinnvoll und rationell durchführen zu können, muß die Verwaltung des Unternehmens überblicken können, welcher Kapitalbetrag durch die Erhöhung des Nennkapitals hereinkommen wird. Da nun aber nicht bekannt ist, wieviele der bezugsberechtigten Aktionäre des Unternehmens wegen ihres Einkommens, das einen bestimmten Betrag nicht überschreitet, einen sozialen Bezugskurs beanspruchen können, wird es unmöglich, das Mittelaufkommen aus der Kapitalerhöhung vorher zu berechnen. Eine Offenlegung der Einkommensverhältnisse sollte den Aktionären gegenüber der Geschäftsleitung keinesfalls zugemutet werden.

Indessen wäre der Geschäftsleitung mit der Kenntnis der Einkommensverhältnisse auch noch gar nicht viel weitergeholfen; denn sie müßte damit rechnen, daß zahlreiche Bezugsrechte, wie üblich, verkauft werden. Ob nun die Erwerber dieser Bezugsrechte Anspruch auf einen ermäßigten Bezugskurs hätten, wäre vorher überhaupt nicht zu ermitteln.

Wir kommen zu dem Ergebnis, daß die Unternehmensleitung für ihre anlässlich der Kapitalerhöhung notwendigen Dispositionen keine verlässlichen Anhaltspunkte gewinnen kann, wenn sie aus sozialen Gründen verpflichtet ist, bei der Emission der jungen Aktien eine Preisdifferenzierung vorzunehmen.

Überdies stehen wir auf dem Standpunkt, daß es nicht Aufgabe eines Erwerbsunternehmens sein kann, im Zuge einer Kapitalerhöhung einem bestimmten Personenkreis soziale Geschenke zu machen. Es hat vielmehr seinen Kapitalbedarf auf die rationellste Weise zu decken. Wenn aus sozialpolitischen Gründen auch bei einer Kapitalerhöhung denjenigen, die ein bestimmtes Einkommen nicht überschreiten, ein verbilligter Bezug der Aktien ermöglicht werden soll, so könnte unseres Erachtens die Preisdifferenz nur vom Staat in Form einer Prämie getragen werden. Wir vermögen jedoch nicht, diese Möglichkeit zu befürworten; denn es erscheint uns bedenklich, wenn aus dem Kapitalerhöhungsbeschluß eines privaten Unternehmens, dem Staat eine Zahlungsverpflichtung erwächst.

Gewisse Schwierigkeiten könnten sich einer notwendigen Kapitalerhöhung bei Volksaktien-Gesellschaften dadurch entgegenstellen, daß die Aktionäre des Unternehmens nicht in der Lage sind, die Mittel aufzubringen. Es wäre in diesem Fall denkbar, daß die Mehrheit der Aktionäre der Kapitalerhöhung widerspricht, weil sie eine Verschiebung der Mehrheitsverhältnisse zu ihren Ungunsten befürchtet. Das Unternehmen wäre dann gezwungen, den Kapitalbedarf anderweitig zu decken, was sich strukturell schädlich auswirken könnte. Wird die Kapitalerhöhung dagegen beschlossen, obwohl viele Aktionäre selbst nicht in der Lage sind, die Bezugsrechte auszuüben, so bleibt die Frage offen, ob sich beim übrigen Publikum genügend kapitalkräftige Interessenten finden. Gerade in diesem Fall können sich allzu ängstliche und engherzige Stimmrechts- und Erwerbsbeschränkungen, besonders für juristische Personen, als schweres Hemnis erweisen.

6. Teil: Gesamtwirtschaftliche Probleme der Volksaktie

I. Einfluß der Einführung von Volksaktien auf das Sparen und die Investition

Es würde über die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit hinausführen, die volkswirtschaftliche Problematik der Volksaktie in ihrer ganzen Breite und in allen Einzelheiten zu erörtern; doch ist es, will man sich ein Urteil über die Bedeutung der Volksaktie bilden, unerlässlich, kurz diejenigen gesamtwirtschaftlichen Vorgänge zu betrachten, die durch die Einführung der Volksaktie möglicherweise beeinflusst werden.

Als erstes Problem ergibt sich die Frage, ob von der Einführung von Volksaktien Einflüsse auf die absolute Höhe der Spartätigkeit und der Investition zu erwarten sind.

Es ist durchaus möglich, daß durch die Gewinnchancen, die der Erwerb von Volksaktien verspricht, ein Anreiz für eine zusätzliche Spartätigkeit hervorgerufen wird.¹⁾ Besonders die marginale Sparquote könnte positiv beeinflusst werden. Man wird jedoch mit Erwartungen in dieser Hinsicht sehr vorsichtig sein müssen; denn offenbar sind für die Sparentschlüsse der Einkommensempfänger andere Faktoren stärker wirksam als die Anlagemöglichkeiten für Ersparnisse. Die auffällige Erhöhung der Sparquote, von weniger als 6% im Jahr 1956 auf nahezu 9% im Jahr 1958,²⁾ hat sich jedenfalls vollzogen, ohne daß in den Anlagemöglichkeiten wesentliche Änderungen in der gleichen Periode zu beobachten waren, abgesehen vom Investmentsparen, das aber keinesfalls für diese Zunahme der Spartätigkeit verantwortlich gemacht werden kann; denn die vermehrten Ersparnisse schlugen sich zum größten Teil bei den Spareinlagen nieder.

1) Der Ansicht Fabris (a.a.O. Seite 113 f.), daß durch Kleinaktien Strumpfgelder in größerem Umfang hervorgelockt werden können, vermögen wir nicht zu folgen. Denn der Horte wird gegen jede offene Sparform gleichermaßen mißtrauisch sein.

2) Vergl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958, Seite 14

Wir glauben, daß die Sparentschlüsse vor allem von der Stabilität des Geldwertes beeinflußt werden sowie selbstverständlich von der Konsumneigung, die ihrerseits jedoch auch unter anderem von der Kaufkraftentwicklung des Geldes abhängt. Daher halten wir es für unwahrscheinlich, daß die absolute Höhe der Ersparnis der privaten Haushalte merklich durch die Einführung von Volksaktien erhöht wird. Sollte ein schwindender Geldwert bewirken, daß Aktien auch vom Kleinsparer verstärkt nachgefragt werden, so wird sich dieser Vorgang, im Rahmen der allgemeinen Flucht in die Sachwerte, eher zu Lasten der Sparformen von nominaler Geltung vollziehen als zu Lasten der Konsumquote.

Inwieweit die Emission von Volksaktien zur Erhöhung der Investition beiträgt, kann generell nicht beantwortet werden. Fließen die Emissionserlöse dem Staat zu, so hängt es davon ab, für welche Zwecke die Mittel vom Staat wiederum ausgegeben werden. Nur wenn die Emissionserlöse dem Unternehmen selbst zufließen und dort für zusätzlichen Investitionsaufwand verwendet werden, kann unterstellt werden, daß der Ersparnisbildung durch Aktienerwerb eine Investitionszunahme in gleicher Höhe entspricht. Zwingend ist dieser Schluß jedoch keineswegs, da es denkbar ist, daß an anderer Stelle Investitionen unterbleiben müssen, weil das Sparkapital einem ganz bestimmten Unternehmen und nicht irgend einem anderen zugeflossen ist.

Verwendet das emittierende Unternehmen die Mittel nicht zur Investition, sondern zur Ablösung von Verbindlichkeiten, so bleibt die Frage gänzlich offen, ob gesamtwirtschaftlich eine zusätzliche Investition ausgelöst wird. Denn es ist unbekannt, welchen Zwecken die Mittel von den ehemaligen Gläubigern des Unternehmens zugeführt werden.

Auf Grund dieser Überlegungen kommen wir zu dem Schluß, daß die Wirkungen von Aktien-Emissionen auf Ersparnis und Investition mehr relativer Natur sein müssen.

Der Erwerb von Volksaktien wird vorwiegend zu Lasten anderer Sparformen erfolgen. Dabei ist kaum zu befürchten, daß andere Sparformen einen absoluten Rückgang erfahren, vielmehr wird sich lediglich ihre Zuwachsrates etwas verlangsamen. Von März 1958 bis März 1959 hat sich der Spareinlagenbestand bei den Kreditinstituten um DM 7 Mrd. auf DM 38,3 Mrd. erhöht.¹⁾ Die Emission von einigen hundert Millionen DM Volksaktien jährlich würde hier also nicht allzu stark ins Gewicht fallen.

Auch im Bereich der Investition können sich durch die Emission von Volksaktien, wie durch das Wertpapiersparen ganz allgemein, relative Veränderungen ergeben. Während beim Kontosparen der Sparer lediglich eine Entscheidung über die Höhe der Ersparnis fällt, trifft er beim Wertpapiersparen zugleich eine Vorentscheidung für die Investition, indem er durch die Auswahl eines bestimmten Wertpapiers bestimmt, wem sein Sparkapital primär zufließt. Beim Kontensparen hingegen entscheiden die Kreditinstitute durch die Auswahl der Debitoren über den Ort der Investition.

Es ist nun aber durchaus denkbar, ja sogar wahrscheinlich, daß die emittierenden Unternehmen nach der Emission weniger Bankkredite in Anspruch nehmen, so daß - ceteris paribus - die Voraussetzungen für die nicht kapitalmarktfähigen Unternehmungen günstiger werden, Investitionsmittel von Kreditinstituten zu erhalten.

II. Wirkung der Einführung von Volksaktien auf die Einkommensverteilung

Die mit Abstand wichtigste Einkommensquelle der privaten Haushalte ist das Arbeitseinkommen. Einkünfte aus dem Vermögen fallen daneben in der Regel nur wenig ins Gewicht. Bei dieser zweiten Einkommensart ist nun jedoch zu unter-

1) Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 1959, Seite 70

scheiden zwischen Zinseinkommen und Renteneinkommen.¹⁾ Während aus den Vermögensanlagen von nominaler Geltung in aller Regel ein Zinseinkommen erwächst, gewährt der Besitz von Aktien Anteile am Gewinn, also ein Renteneinkommen.

Da wir annehmen, daß die Emission von Volksaktien sich auf die absolute Höhe der Ersparnisbildung nur geringfügig auswirken wird, sind wir nun zu dem Schluß genötigt, daß auch ihre Wirkung auf das Einkommen der einzelnen Haushalte nur gering sein kann. Lediglich bei einer merklichen Konsumeinschränkung würden den Haushalten in den folgenden Zeitabschnitten jeweils vermehrte Einkünfte aus ihrem zunehmenden Vermögen zufließen, deren relativer Anteil am Gesamteinkommen damit steigen würde.

Auf Grund der im vorausgegangenen Kapitel gefundenen Ergebnisse ist für die Einkommenszusammensetzung der einzelnen Haushalte nunmehr der Schluß zu ziehen, daß ihre Zinseinkommen durch den Erwerb von Volksaktien abnehmen oder zumindest weniger rasch zunehmen werden, während sie nun zusätzlich noch anteilige Gewinneinkommen erhalten.

Da die Ausgabe von Volksaktien vorwiegend im Zusammenhang mit Privatisierungen erfolgt, ist evident, daß die Unternehmereinkommen, die den Haushalten nach der Privatisierung zufließen, dem Staat verloren gehen. Ob die Einkünfte des Staates sich dadurch - ceteris paribus - insgesamt vermindern werden, hängt wiederum davon ab, wie der Staat die Erlöse verwendet.

Wir kommen insgesamt zu dem Ergebnis, daß die Ausgabe von Volksaktien für die Höhe des Gesamteinkommens der privaten Haushalte nur von geringer Bedeutung ist, daß sich aber gewisse Verschiebungen in der Zusammensetzung des Einkommens nach den Einkunftsarten ergibt. Stärkere Verschiebungen könnten sich ergeben, wenn im Zuge der weiteren Verbreitung der Aktie die Selbstfinanzierung der Unternehmen nachläßt. Die Zukunft muß jedoch erst erweisen, inwieweit das der Fall sein wird. Sollte sich eine derartige Tendenz durchsetzen,

1) Mit Renteneinkommen ist hier ein Gewinneinkommen, also das typische Unternehmereinkommen gemeint.

jedoch beschränkt auf die Volksaktien-Gesellschaften, so werden die Auswirkungen auf die Einkommensverteilung insgesamt nur gering sein. Nur wenn die Selbstfinanzierung bei allen Unternehmen, nicht nur bei Aktiengesellschaften, eingeschränkt wird, sind spürbare Folgen für die Einkommensverteilung zu erwarten.

III. Beurteilung der Volksaktie in verschiedenen Phasen der konjunkturellen Entwicklung

Bereits im ersten Teil der Arbeit haben wir die Frage untersucht, wie das Aktiensparen im Vergleich zu anderen Sparformen bei Veränderungen des Geldwertes zu beurteilen ist. Ergänzend müssen wir nun noch einen kurzen Blick auf die Frage werfen, wie die Volksaktie als Sparform in den verschiedenen Phasen der konjunkturellen Entwicklung zu beurteilen ist.

In Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs ist die Aktie den übrigen Sparformen überlegen, da sie den Sparer an dem Vermögens- und Ertragszuwachs beteiligt, während den nominal gebundenen Ersparnissen dieser Vorteil nicht zu eigen ist. In Zeiten der Depression hingegen wird der Aktiensparer mit großer Wahrscheinlichkeit Kursverluste hinnehmen müssen, während dem Kontensparer die Kaufkraft seiner Ersparnisse wahrscheinlich besser erhalten bleibt. Der Aktiensparer wird, von den Dividendenausfällen abgesehen, durch den Kursverlust jedoch nur getroffen, wenn er gezwungen ist, während der Depressionsperiode seine Aktien zu verkaufen.

Gesamtwirtschaftlich betrachtet hat das Wertpapiersparen in Krisenzeiten den Vorzug, daß den Unternehmen das bei der Emission zugeflossene Kapital nicht einfach entzogen werden kann, wie es der Fall ist, wenn die Kreditinstitute durch starke Abhebungen von den Spareinlagen zu Kreditkündigungen gezwungen werden. Zwar ist durchaus damit zu rechnen, daß viele Aktiensparer in depressiven Zeiten versuchen würden,

ihre Aktien zu veräußern, doch wirken hier die sinkenden Kurse als psychologische Bremse: Viele werden davor zurückschrecken, die Kursverluste zu realisieren und lieber mit allen Mitteln versuchen, ihren Aktienbesitz durchzuhalten, bis mit dem wirtschaftlichen Aufschwung wieder eine Kurserholung einsetzt.

IV. Verwendung der Erlöse aus Privatisierungen

Als finanzwirtschaftliches Problem ist noch die Frage zu erwähnen, wie die Erlöse aus den Privatisierungen durch Volksaktien vom Staat zu verwenden sind. Der VW-Gesetzentwurf sieht hierzu in § 12 vor, die Mittel einem Sondervermögen zuzuführen. Bis zur Wiedervereinigung Deutschlands sollen die Mittel als Darlehen für die Anpassung der Wirtschaft des Saarlandes sowie für Mittelstandskredite und zur Förderung der Wasserwirtschaft eingesetzt werden, nach der Wiedervereinigung Deutschlands zur Förderung der Wirtschaft in den ehemals sowjetisch besetzten Gebieten. Die Ertragnisse des Sondervermögens sollen jährlich einer noch zu gründenden Stiftung zur Förderung der Forschung, des akademischen Nachwuchses, des nicht-akademisch-technischen Nachwuchses und der Fachschulen zugeführt werden.

Aus den früher wiedergegebenen Kabinettsentschlüssen geht schon hervor, daß über die Verwendung des Sondervermögens zu gegebener Zeit ein besonderes Gesetz ergehen soll,¹⁾ das wahrscheinlich zum Teil andere Zweckbestimmungen vorsehen wird. Der Gedanke, nicht nur die Erträge, sondern auch einen Teil des Sondervermögens selbst, der erwähnten Stiftung zu überstellen, wäre durchaus erwägenswert.

Der Bund der Steuerzahler meint zur Frage der Erlösverwendung, "man sollte dabei solche Einsatzpunkte auswählen, bei denen es in geeigneter Weise der Gesamtheit aller Staatsbür-

1) Vergl. Seite 82

ger optisch sichtbar wird, was mit den Erlösen aus diesem Vermögens-Umschichtungsprozeß geschaffen worden ist." ¹⁾

In diesem Sinne kann hier der Vorschlag gemacht werden, die Erlöse aus der Privatisierung des Volkswagenwerkes für den Ausbau des Straßennetzes, insbesondere der Autobahnen zu verwenden. Weiter wäre auch daran zu denken, mit einem Teil der Privatisierungserlöse diejenigen Ausgaben zu betreiten, die dem Staat aus dem Spar-Prämiengesetz erwachsen werden. Wir glauben, hiermit auf zwei Möglichkeiten hingewiesen zu haben, bei denen Ursprung und Verwendung der Erlöse in sinnvoller Weise miteinander verknüpft sind.

Schluß: Ergebnis der vorliegenden Untersuchung

Wir haben die Volksaktien kennengelernt als Beteiligungspapiere, die durch kleine Nennwerte und durch Stimmrechtsbeschränkungen gekennzeichnet sind. Ihr besonderer Charakter kommt in der ihnen eigentümlichen Zielsetzung und in den sozial-orientierten Ausgabebedingungen zum Ausdruck. Diese Merkmale, die sie von herkömmlichen Aktien unterscheiden, sind unseres Erachtens jedoch nicht so wesentlich, daß die Volksaktie insgesamt als etwas Besonderes oder gar als eine Aktie minderen Rechts angesehen werden könnte.

Sobald mehrere verschiedene Aktien dieser Art auf dem Markt sein werden, wird möglicherweise die von vielen Seiten nicht gerne gehörte Bezeichnung Volksaktie auch wieder verschwinden, da man diese Papiere sodann durch individuelle Bezeichnungen voneinander unterscheiden muß. Es ist nicht anzunehmen, daß für diese Effekten eine besondere Rubrik "Volksaktien" in den Kurszetteln der Börsen erscheinen wird.

Bei der Emission der Preußag-Aktien konnte die gewünschte breite Streuung verwirklicht werden; jedoch fanden diese

1) Bund der Steuerzahler, a.a.O. Seite 203

Papiere in Arbeiterkreisen nur geringe Aufnahme. Die Werbung für Volksaktien wird sich daher künftighin in besonderem Maße an diesen Personenkreis richten müssen, wenn man die Zielsetzung des Volksaktienplanes unverändert beibehalten will.

Wünschenswert wäre, daß bei allen Aktiengesellschaften die Beteiligung der Kleinsparer zunimmt. Damit würde zugleich auch in gewissem Sinne die in der Regierungserklärung vom Oktober 1957 enthaltene Anregung verwirklicht, derzufolge die Ausgabe von Volksaktien nicht auf bundeseigene Unternehmen beschränkt sein soll.

Die Unternehmen könnten durch verstärkte Ausgabe von Aktien in kleinen Nennbeträgen diese Entwicklung begünstigen. Auf andere Weise wird ein privates, erwerbswirtschaftlich orientiertes Unternehmen jedoch kaum bereit und in der Lage sein, die Volksaktien-Idee wesentlich zu fördern.

Die Volksaktien sind geeignet, Privatisierungen durchzuführen; andererseits sind aber auch Privatisierungen notwendig, um Volksaktien zur Verfügung stellen zu können. Dabei kommen nur solche Unternehmen in Betracht, die in jeder Weise als krisenfest gelten können. In verschiedenen Zusammenhängen, insbesondere am Beispiel des Volkswagenwerkes, haben wir zu zeigen versucht, welche Überlegungen dabei anzustellen sind. Das Herausarbeiten dieser grundsätzlichen Gesichtspunkte erschien uns wichtiger als spekulative Erwägungen darüber, welche Unternehmen im einzelnen zur Privatisierung durch Ausgabe von Volksaktien geeignet sein könnten.

Es hat den Anschein, als würde sich die Privatisierung des Volkswagenwerkes weiter verzögern, da die Lösung der rechtlichen Schwierigkeiten, die besonders durch die Eigentumsansprüche des Landes Niedersachsen verursacht werden, noch längere Zeit in Anspruch nehmen wird. Daher ist damit zu rechnen, daß vor den Volkswagenwerk-Aktien zunächst noch andere Volksaktien am westdeutschen Kapitalmarkt erscheinen werden.

Literaturverzeichnis

I. Bücher

- Herbert Brönnert, Kapitalverkehrsteuergesetz,
Kommentar, Köln 1956
- Bund der Steuerzahler, Die Bundeskonzerne, Schach dem
Staatskapitalismus durch Privati-
sierung, herausgegeben von Karl
Bräuer, Bad Wörishofen 1957
- Bundesverband der Gemeinsame Denkschrift
Deutschen Industrie zum Referentenentwurf
Bundesverband des eines Aktiengesetzes,
privaten Bankgewerbes Bergisch Gladbach 1959
Bundesvereinigung der
Deutschen Arbeitgeber-
verbände
- Deutscher Industrie-
und Handelstag
- Gesamtverband der Ver-
sicherungswirtschaft
- Wolfgang Drechsler, Volkskapitalismus, Baden-Baden,
Frankfurt/Main 1957
- Theodor Fabri, Die Kleinaktie, Berlin 1959
- Willy Gérard, Das Sparprämien-gesetz, ein neuer
Weg zur Vermögensbildung, herausge-
geben von der Commerzbank AG, o.J.
- Gesellschaft für öf- Um die Zukunft des Volkswagenwerkes,
fentliche Wirtschaft Berlin 1958
e.V.,
- Julius Grodinsky, Investments, New York 1953
- Alfred Hansi, Wie kann der Kapitalmarkt gesunden?
Berlin 1957
- Erwin Häussler, Der Arbeitnehmer von morgen, 3. Auf-
lage Stuttgart 1956
- Erwin Häussler, Konturen einer neuen Schicht, Heft 1
der Schriftenreihe zur Gesellschafts-
politik der Studienvereinigung für Ge-
sellschaftspolitik e.V. Stuttgart 1958

- Kurt Hirche, Die Volksaktie, Neuland oder Irrweg? Köln 1958
- Lewis H. Kimmel, Share Ownership in the United States, Washington 1952
- George L. Leffler, The Stock Market, Second Edition New York 1957
- Gottfried Locher, Der Eigentumsbegriff als Problem evangelischer Theologie, Zürich 1954
- Rudolf Müller-Erbach, Das private Recht der Mitgliedschaft als Prüfstein eines kausalen Rechtsdenkens, Weimar 1948
- Oswald von Nell-Breuning S.J., Wirtschaft und Gesellschaft, Band I. Grundfragen, Freiburg 1956
Band II. Zeitfragen, Freiburg 1957
- Obst-Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34. Auflage Stuttgart 1955
- Walther Rathenau, Vom Aktienwesen, Berlin 1917
- Horst Rheinfels, Fibel für Volksaktionäre, Siegburg 1957
- Massimo Salvadori, Kapitalismus für Alle, Bad Nauheim 1956
- Georg Strickrodt, Die gewerblichen Staatsunternehmen, Tübingen 1954
- Horst Ulbrich, Das Miteigentum der Arbeitnehmer, Baden-Baden, Frankfurt/Main 1957
- Adolf Weber, Kapitalbildung als Voraussetzung für den volkswirtschaftlichen und sozialen Fortschritt, München 1957
- Harry Wolf, Aktie mit und Aktie ohne Nennwert, Dissertation München 1956

II. Aufsätze

- Bernd Baehring, Die neuen Privilegierten, Handelsblatt 138/1958 Seite 2
- Josef Bayer, Wege zur Popularisierung des Wertpapiers, Vortrag vor dem IX. Deutschen Bankiertag zu Köln, veröffentlicht in Verhandlungen des IX. Deutschen Bankiertages zu Köln, Frankfurt/Main 1959

- Dirk Cattepoel, Eigentumsbildung ohne Romantik, Handelsblatt 63/1959, Seite 14
- Rolf Hammerschmidt, Dividende oder Bonus? Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10/1958, Seite 366 f.
- Hans Janberg, Gegen die "Gratisaktie" - für die "SpliAktie", Der Betrieb 45/1958, Seite 1266 f.
- Walter Kastner, Eine neue Aktiengattung, Österreichisches Bankarchiv 3/1957, Seite 97 ff.
- Richard Kerschagl, Probleme des Marktes für langfristige Geldanlagen, Österreichisches Bankarchiv, 2/1958, Seite 34 ff.
- Oskar Klug, Volkswagenwerk und Volksaktie, Aktiengesellschaft 7/1958, Seite 154 ff.
- Oskar Klug, Volksaktien und Investmentsparen - vom Staat und vom Staatsbürger aus gesehen, Die Aktiengesellschaft 3 und 4/1959, Seite 66 ff. und Seite 101 ff.
- Hans Krasensky, "Volksaktie", Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, herausgegeben von Palyi-Quittner, Frankfurt/Main 1957, Seite 1626 ff.
- Elisabeth Liefmann-Keil, Zum Sparen der Arbeitnehmer, Der Arbeitgeber 5/1958, Seite 142 ff., 6/1958 Seite 182 ff., 7/1958 Seite 224 ff.
- Volkmar Muthesius, Laissez faire, laissez épargner! Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 3/1958, Seite 81 ff.
- Volkmar Muthesius, Investment oder "Investiv"?, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 7/1958, Seite 223 ff.
- Volkmar Muthesius, Privatisierung ohne Schlagworte, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 9/1959, Seite 349 ff.
- Robert Nöll v.d. Nahmer, Aktie und Eigentumsbildung, Aktiengesellschaft 3/1958, Seite 49 ff.
- Hans-Georg Rambousek, "Volkskapitalismus" als Mittel der Entstaatlichung, Der Volkswirt 50/1956, Seite 18
- Hans-Georg Rambousek, Österreichische Volksaktie, ein großer Erfolg, Der Volkswirt 8/1957, Seite 358

- Günter Schmölders, Wie man die Menschen zum Sparen
 bringt ..., Die Zeit 22/1957, Seite 11
- Gundolf Schönauer, Möglichkeiten und Grenzen einer ver-
 stärkten Eigentumsbildung, Die Auss-
 sprache 4/1959, Seite 112 ff.
- Hans Ulrich Frhr. Aktien aus dem Staatsvermögen für den
von Wangenheim, Markt, Der Volkswirt, Beilage zur
 Heft 39/1957, Börsen- und Emissions-
 geschäft im Zeichen der Popularisierung
 des Wertpapiers, Seite 35 ff.
- R. Wilde, Gewährung von Prämien für Sparleistun-
 gen, Der Betrieb 17/1959, Seite 468 ff.

III. Meldungen und Aufsätze ohne Verfasserangabe aus
folgenden Zeitschriften und Zeitungen (jeweils
bis April bzw. Mai 1959)

Das Wertpapier, Jahrgänge 1957 - 1959

Der Volkswirt, Jahrgänge 1957 - 1959

Die Aktiengesellschaft, Jahrgänge 1957 - 1959

Monatsblätter für freiheitliche Wirtschaftspolitik,
Jahrgänge 1958 und 1959

Sparkasse, Jahrgänge 1958 - 1959

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgänge 1954 - 1959

Frankfurter Allgemeine Zeitung 1957/59

Handelsblatt 1957/59

Süddeutsche Zeitung 1957/59

Stuttgarter Zeitung 1957/59

IV. Sonstige Quellen

Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft E.V., Aktions-
programm, Würzburg 1958

Bundesverband des privaten Bankgewerbes, Stellungnahme zum
Entwurf eines Gesetzes über die Regelung der Rechtsverhält-
nisse bei der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter
Haftung und die Überführung der Anteilsrechte in private
Hand, 1958

Deutsches Kuratorium für Soziale Eigentumsbildung, Votum
Nr. I., Volkswagenwerk und Volksaktie, Beilage zu Der
Volkswirt 14/1958

Deutsches Kuratorium für Soziale Eigentumsbildung, Doku-
mentation Nr. I., Die Gesinnung entscheidet, Beilage zu
Der Volkswirt 26/1958

Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958

Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 1959

Deutscher Sparkassen- und Giroverband E.V., Jahresbericht
1958

Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften 1958/59
Berlin, Essen, Darmstadt 1958/59

Preußische Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft, Berlin-
Hannover, Preußag-Aktien, ein Weg zum Eigentum, Verkaufs-
angebot, zugleich ein Leitfaden für künftige Preußag-Aktio-
näre, 1959

Geschäftsberichte der Volkswagenwerk GmbH, Wolfsburg, für
die Jahre 1951 bis 1957

Lebenslauf

Geboren am 23. August 1931 in Stuttgart als Sohn der Eheleute Dr. Ing. Paul Hammerschmidt und Frau Berta Hammerschmidt, geb. Walter.

Drei Jahre Grundschule in Berlin, anschließend Besuch von Oberschulen in Berlin, Rudolstadt/Thüringen und Stuttgart. Reifeprüfung 1951 an der Zeppelin-Oberschule zu Stuttgart.

Von 1951 bis 1953 zweijährige kaufmännische Lehre bei der Stuttgarter Bank eGmbH, Stuttgart, mit Abschluß der Kaufmannsgehilfen-Prüfung.

Von Wintersemester 1953/54 an sieben Semester Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität München. Diplomprüfung für Kaufleute im Juli 1957. Anschließend Fortsetzung des Studiums mit dem Ziel der Promotion.

Seit 1. Januar 1958 wissenschaftlicher Assistent bei Herrn Professor Dr. Otto Hintner am Betriebswirtschaftlichen Institut der Universität München.

Der Verfasser

